



Các chỉ số Đầu tư và Thẩm định giá Bất động sản tại Việt Nam tháng 11/2008

Phần 1

Người trình bày Colin Wood

- Để hiểu rõ hơn về các phương pháp thẩm định giá
- Để hiểu rõ hơn về mối quan hệ giữa các chỉ số thị trường khác nhau
- Đưa ra các định hướng về việc lựa chọn các chỉ số
- Sự cần thiết của tính minh bạch trong thị trường, và áp dụng quy tắc “Duty of Care” (Trách nhiệm về mặt chuyên môn đối với khách hàng)
- Bất động sản (BDS) thương mại là một khoản đầu tư lâu dài và cần có tầm nhìn xa
- Độ chính xác của các chỉ số thị trường sẽ tạo ra kết quả định giá chính xác hơn

Thông tin cơ bản về Thẩm định giá

Chuyên môn

Một định giá viên **chuyên nghiệp** sẽ có các khả năng sau:

- Thực hiện các nghiên cứu khả thi và đưa ra những lời khuyên chuyên môn cho các vấn đề liên quan đến BĐS
- Đưa ra những báo cáo công bằng và có tính động viên cho giá trị của các BĐS
- Có kiến thức thông suốt và hiểu rõ về những yếu tố ảnh hưởng tương tác, duy trì hay thay đổi giá trị của BĐS
- Không tự ý tạo ra hoặc ấn định giá trị mà không qua tính toán cụ thể
- Xác định giá trị BĐS cho nhiều mục đích khác nhau
- Có đủ khả năng để tiến hành thẩm định giá với mọi dạng BĐS
- Không thể thay đổi thị trường – chỉ có vai trò người đưa ra thông tin

Tiêu chuẩn về Đạo đức

- Định giá viên không được có liên quan đến các hoạt động tham nhũng hoặc có tư cách đạo đức thiếu chuẩn mực.
- Định giá viên phải tiến hành hoạt động thẩm định giá với sự siêng năng, năng lực tốt và công bằng.
- Định giá viên yêu cầu phải có tính khách quan, và tiến hành các định giá một cách riêng biệt .
- Định giá viên không được chấp nhận đề nghị tiến hành hoạt động thẩm định giá cho các BĐS không rõ ràng, với giá trị đã được ấn định trước.
- Một định giá viên phải bảo đảm tính bảo mật của các thông tin cũng như mối quan hệ với khách hàng.

Định nghĩa về Giá trị

- Theo tiêu chuẩn của Ủy ban Tiêu chuẩn Định giá Quốc tế (IVSC) :
Giá trị thị trường được định nghĩa như sau:

“Tổng giá trị ước đoán vào ngày định giá của một tài sản nào đó là giá trị được trao đổi giữa một bên sẵn lòng mua và một bên sẵn lòng bán trong một giao dịch tự nguyện sau giai đoạn tiếp thị thích hợp mà trong đó các đối tác hành động một cách cẩn trọng, am hiểu thị trường và không bị ép buộc.”

- Cần phải nhấn mạnh ý: ‘một bên sẵn lòng mua và một bên sẵn lòng bán’.

Điểm khác biệt giữa BĐS thương mại và dân cư

- BĐS thương mại được coi như một công cụ của đầu tư.
- Đầu tư BĐS dân cư đã bùng nổ trên toàn thế giới trong vài năm gần đây.
- Có một số khác biệt quan trọng:
 - Các khách thuê BĐS dân cư thường có thời hạn thuê ngắn trong khi BĐS thương mại có thời hạn thuê dài hơn.
 - Khách thuê BĐS thương mại thường phải chịu trách nhiệm cho chi phí sửa chữa.
 - Lợi nhuận của BĐS dân cư thường thu được từ sự tăng trưởng của vốn đầu tư, trong khi phần lớn lợi nhuận của BĐS thương mại là từ doanh thu.
 - BĐS thương mại thường có chi phí cao hơn nhiều.

Những gì BĐS thương mại mang lại:

- **Dòng tiền ổn định và bảo đảm.**

Ở mức trung bình, một BĐS thương mại sẽ có hợp đồng thuê tạo doanh thu cho 7,1 năm, tính đến lúc hợp đồng hết hạn nhưng loại trừ các thời gian nghỉ.

Thời hạn của các hợp đồng đã được rút ngắn lại trong 10 năm gần đây. Tuy nhiên, số liệu thu được trong năm 2005-2006 là: trung bình 10 năm cho các mặt bằng bán lẻ, hơn 7 năm cho văn phòng và gần 7 năm cho khu công nghiệp.

Như đã giải thích phía trên, phần lớn lợi nhuận của BĐS thương mại là từ doanh thu. Trong một thị trường lạm phát thấp, điểm hấp dẫn của BĐS thương mại là lợi nhuận tương đối cao.

Những gì BĐS thương mại mang lại:

■ **Rủi ro**

Không dễ để có thể phân loại các sản phẩm khác nhau dựa trên mức độ rủi ro của chúng. Tuy nhiên chúng ta có thể tiến hành quan sát đối với các rủi ro. Hoạt động này sẽ được giải thích kỹ hơn trong phần sau.

Đầu tiên, đầu tư cho một toà nhà thường sẽ có nhiều rủi ro hơn đầu tư cho một cụm BĐS.

Tuy nhiên một cân nhắc quan trọng hơn là tác động của đầu tư cho toàn bộ danh mục đầu tư của khách hàng.

Ví dụ một nhà đầu tư bỏ ra hàng triệu Đôla đầu tư vào 4 BĐS khác nhau thông qua đầu tư hợp tác / công ty đầu tư tín thác, với 10% danh mục đầu tư, sẽ có ít rủi ro hơn một người đầu tư 50% số danh mục đầu tư cho 1 BĐS đầu tư hợp tác / công ty tín thác.

Rủi ro như thông thường là một chức năng của các tình huống riêng biệt và tính chất của tài sản.

Những gì BĐS thương mại mang lại:

- **Khi đánh giá rủi ro đi kèm với BĐS, cần lưu ý 5 điểm sau:**
 - Khả năng đáng tin cậy về khả năng trả tiền của khách thuê
 - Thời hạn của hợp đồng thuê
 - Tiêu chí đầu tư
 - Thời hạn cho vay
 - Giả định về tăng trưởng giá thuê
-
- **BĐS được coi là đầu tư dài hạn, vì vậy sẽ có RỦI RO CAO.**
 - Rủi ro cao = Lợi nhuận cao
 - Rủi ro thấp = Lợi nhuận thấp
 - BĐS rất khó để chuyển đổi thành tiền mặt.

Những gì BĐS thương mại mang lại:

- **Trong Phương pháp lợi nhuận, doanh thu có thể được dự đoán dựa trên:**
 - Báo cáo thu nhập và chi phí đã được kiểm toán trước đây, tỷ lệ trống, tiền thuê thu được từ những hợp đồng thuê trước đây và tiềm năng, để xác định thu nhập khi BĐS được hoàn thành.
 - Giá trị được xác định bằng cách chuyển đổi từ tổng doanh thu và dòng tiền dự kiến sang giá trị hiện tại thông qua một phương pháp thích hợp.
 - Cần thận trọng khi giải thích và xác nhận thu nhập và chi phí dự đoán.
 - Dữ liệu về thu nhập và chi phí nên được điều chỉnh.
 - Tất cả tỷ lệ chiết khấu / vốn hoá đều nên được giải thích với các dữ liệu thị trường đáng tin cậy hoặc các phương pháp chuyên môn

Những gì BĐS thương mại mang lại:

- **Cẩn trọng với “Bẫy giá trị”** — Đừng nên đánh giá cổ phiếu dựa trên giá của chúng. Không phải các cổ phiếu nào từng có giá cao được rao bán với $\frac{1}{2}$ giá có nghĩa giá trị của chúng cao.
- **Hiểu giá trị đích thực — Giá là những gì bạn phải trả, giá trị là những gì bạn thực sự nhận được**. Dòng tiền là sức mạnh thật sự của việc kinh doanh. Như Warren Buffet đã nói, “Bản chất của giá trị rất đơn giản: giá trị chiết khấu của tiền có thể thu được từ kinh doanh trong toàn bộ quá trình hoạt động.”

Những gì BĐS thương mại mang lại:

- **Đừng trả quá nhiều cho Tăng trưởng** — Không đúng khi nói rằng giá trị của cổ phiếu không phải là sự tăng trưởng của cổ phiếu. Tăng trưởng cũng là một phần của giá trị. Các nhà đầu tư vào giá trị thường giảm thiểu rủi ro bằng cách xem xét các trường hợp xấu nhất trước. Họ lựa chọn đầu tư gắn liền với một số dư an toàn. Đó là lý do tại sao giá trị cổ phiếu là cách tốt nhất để đi theo quy tắc nổi tiếng của Warren Buffett:
- *Điều 1: Không bao giờ để mất tiền, Điều 2: Không bao giờ được quên Điều 1.*
- Ghi nhớ: Chi phí không phải là giá trị.

Các loại BĐS thương mại

- Có 3 bộ phận chính của thị trường đầu tư BĐS thương mại:
 - **Bán lẻ** (trung tâm mua sắm, kho hàng bán lẻ, các cửa hàng thông thường, siêu thị và các khu mua sắm);
 - **Văn phòng** (các văn phòng tiêu chuẩn và các khu tổ hợp kinh doanh); và
 - **Công nghiệp** (các khu công nghiệp tiêu chuẩn và hệ thống phân phối kho vận, hoặc các đơn vị cung ứng điều vận).
- Ngoài ra, còn một vài bộ phận nhỏ hơn như các khu thư giãn giải trí (công viên, nhà hàng, quán bar, và khách sạn), kí túc xá sinh viên, và các công trình y tế chăm sóc sức khỏe.

Các phương pháp và quy trình thẩm định giá

- BĐS được định giá theo Phương pháp lợi nhuận và một số phương pháp khác:
 - Vốn hoá trực tiếp (Cap)
 - Dòng tiền chiết khấu (DCF)
- Để có thể hiểu và áp dụng quy trình Vốn hoá và Chiết khấu, cần nắm rõ các vấn đề sau:
 - Tỷ lệ tăng giá và lạm phát
 - Vốn tự bỏ ra của nhà đầu tư và vay nợ
 - Lãi suất thế chấp
 - Chu kỳ của BĐS

■ Lạm phát = Gia tăng giá thuê

- Trong một thị trường lạm phát, mục đích của sự tăng giá thuê trong hợp đồng là để tránh việc phải tái thương lượng hợp đồng thuê.
- Trong một thị trường lạm phát cao, tăng giá có thể diễn ra hàng năm thậm chí hàng tháng.
- Quá trình tăng giá được chấp nhận trong hợp đồng là một nỗ lực giữa 2 bên nhằm dự đoán hướng gia tăng trong quá trình thuê.
- Sự tăng giá thuê trong thị trường tại bất cứ thời điểm nào và đều chỉ là dự đoán về tăng trưởng trong quá trình thuê.
- Với các thông tin trên, sẽ không đáng ngạc nhiên khi những người hoạt động trong lĩnh vực BĐS đều giả định rằng tỷ lệ gia tăng giá thuê trong thời gian hiệu lực hợp đồng thuê sẽ bằng tỷ lệ tăng giá thị trường tại thời điểm bắt đầu của hợp đồng.

Tỷ lệ tăng giá và lạm phát

- Tỷ lệ leo thang giá thị trường vẫn thường được so sánh với tỷ lệ lạm phát.
 - Leo thang trong giá thuê (như được viết trong hợp đồng) và
 - Phát triển giá thuê thị trường.
- Trong phần này, chúng ta sẽ phân biệt giữa tỷ lệ tăng giá và tỷ lệ tăng giá thuê (trong hợp đồng) và sự tăng trưởng trong giá thuê thị trường.
- Chúng tôi sử dụng từ *leo thang* của Mỹ cho việc điều chỉnh giá thuê trong hợp đồng.
 - Nói một cách khác, giá thuê thị trường không *leo thang*, mà *phát triển*. Chúng tôi cố gắng đưa ra ví dụ và tính chất tương tự trong quan điểm định giá viên để giải thích sự khác biệt này để tránh gây ra nhầm lẫn, và trong tầm nhìn xa hơn, bỏ mặc những biến động ngắn hạn xảy ra gần đây. Các cơ quan quản lý Nhà Nước dự đoán các tỷ lệ sắp tới.

- Có 2 ví dụ được đưa ra:
- Một BĐS có giá thuê bình đẳng ở mức \$45 mỗi tháng và leo thang với tỷ lệ 10% trong 3 năm và chiết khấu 23%

PHÂN TÍCH		PHÂN TÍCH QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ						
Tỷ lệ chiết khấu		23 \$45/m ² mỗi tháng cho 3 năm với tỷ lệ leo thang 10%						
NĂM	TIỀN NHẬN	TIỀN CHI PHÍ	TỔNG DÒNG TIỀN	TỔNG GIÁ TRỊ HIỆN TẠI	CÁC NHÂN TỔ CHIẾT KHẤU			
			TOTAL:	\$1,787.40				
1	\$540.00	\$0.00	\$540.00	\$540.00	1.000000			
2	\$594.00	\$0.00	\$594.00	\$594.00	1.000000			
3	\$653.40	\$0.00	\$653.40	\$653.40	1.000000			

Tỷ lệ leo thang

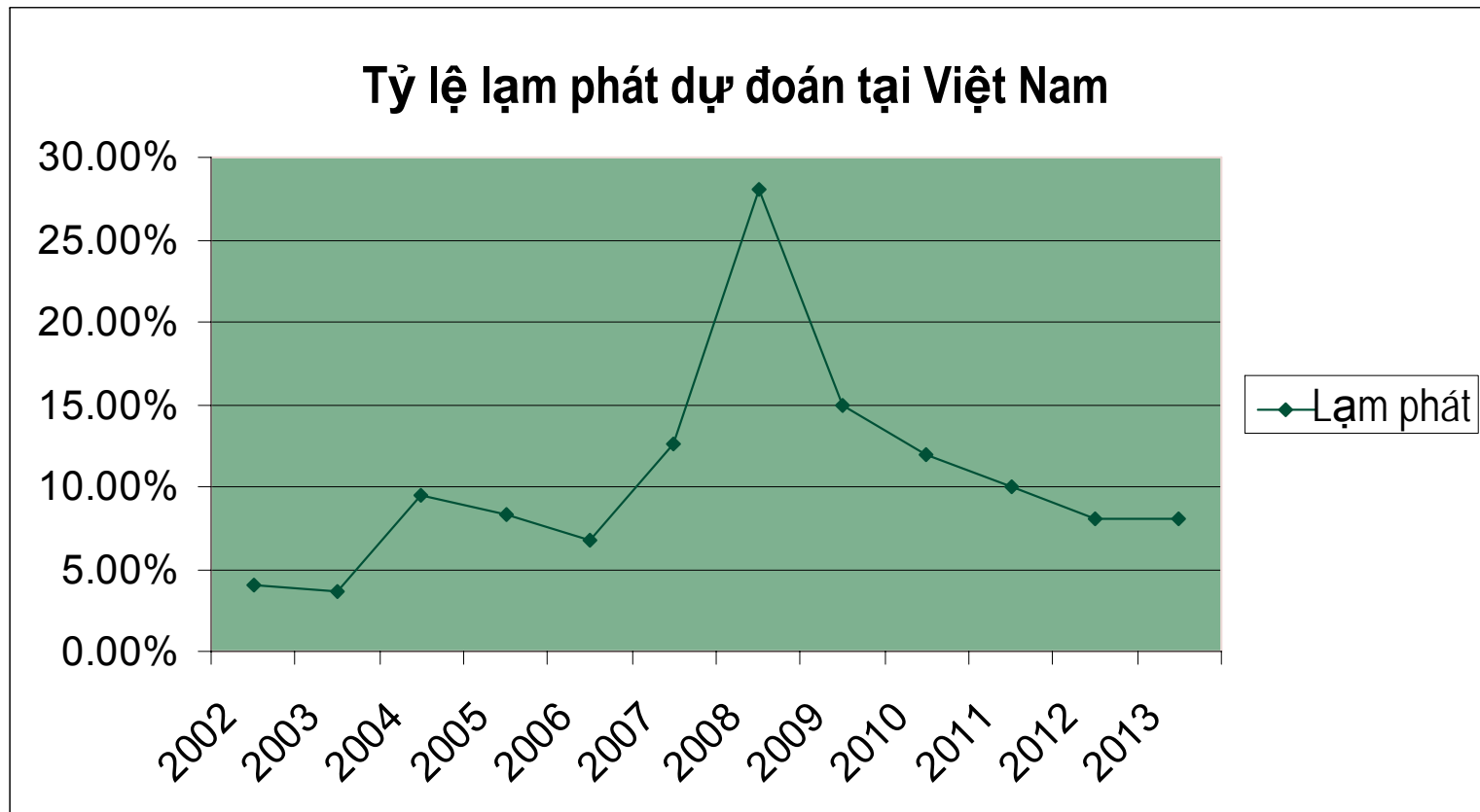
- Một giá thuê đề nghị ở mức \$60, không leo thang theo thời gian và chiết khấu 33%, cần nhớ rằng trong thẩm định giá BĐS, nếu giá thuê cao hơn giá thị trường, thì giá của thị trường sẽ được sử dụng để tính toán, hoặc áp dụng một tỷ lệ vốn hoá hay tỷ lệ chiết khấu cao hơn.

PHÂN TÍCH		PHÂN TÍCH QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ				
Tỷ lệ chiết khấu		33 \$60/m ² mỗi tháng cho 3 năm với tỷ lệ leo thang 0%				
				TỔNG		
NĂM	TIỀN NHẬN	TIỀN CHI PHÍ	TỔNG DÒNG TIỀN	GIÁ TRỊ HIỆN TẠI		NHÂN TỐ CHIẾT KHẤU
				TOTAL:		
				\$1,254.43		
1	\$720.00	\$0.00	\$720.00	\$541.35		0.751880
2	\$720.00	\$0.00	\$720.00	\$407.03		0.565323
3	\$720.00	\$0.00	\$720.00	\$306.04		0.425055

- Từ bảng trên, ta có thể thấy giá trị hiện tại đều xấp xỉ nhau, đặc biệt trong ví dụ 2, tiền được ưa chuộng hơn nhưng làm tổn hại đến BĐS khi một tỷ lệ vốn hoá cao hơn được áp dụng và không có tỷ lệ leo thang rõ rệt.

- Sự xuống dốc của thị trường dẫn đến kết quả một chu kỳ tuần hoàn dư thừa nguồn cung của văn phòng, khu thương mại bán lẻ và khu công nghiệp cho thuê.
- Kết luận, sự biến chuyển trong thị trường cho thuê cho ta thấy tỷ lệ leo thang đang đổi hướng khá chậm rãi trong thị trường. Nói cách khác, tỷ lệ leo thang không phải là một công cụ tốt để dự đoán những chuyển biến trong tương lai.

- Giá trị của bất kỳ BĐS mang lại thu nhập nào đều có thể định nghĩa bằng giá trị chiết khấu của nguồn thu nhập trong tương lai.
 - Trong các nguồn vốn tự bỏ ra, giá trị này là phần chia cổ tức;
 - Trong BĐS thì giá trị này là nguồn thu nhập từ cho thuê trong tương lai.
- Giá trị của BĐS sẽ thể hiện những mong đợi của thị trường về sự phát triển thu nhập từ giá thuê, cũng như vốn tự bỏ ra phản ánh sự phát triển mong đợi của thu nhập từ phần chia cổ tức. Thay đổi trong những sự phát triển mong đợi trên đều có ảnh hưởng sâu sắc đến giá trị của BĐS. Nếu một khoản đầu tư được tiến hành và mong chờ tiền thuê sẽ phát triển với một mức xác định và điều này không xảy ra, khi đó lợi nhuận từ BĐS chắc chắn sẽ thấp hơn dự đoán.



- Sự phát triển trong giá thuê có thể bị ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố: nền kinh tế trong nước và toàn cầu, lãi suất và các điều kiện kinh doanh trong khu vực, sự thiếu thốn các lựa chọn thay thế, chi phí xây dựng, sự thiếu thốn các khu vực phù hợp, và dự đoán về lạm phát.
- Hầu hết các hợp đồng cho thuê đều kèm theo điều khoản về việc tăng giá.
- Dự đoán về lạm phát trong và năm tới đã được đặt và đưa ra bởi Ngân Hàng Nhà Nước Việt Nam (SBV) là 15%, sau đó 12% đến 10% và giảm xuống 8% trong vòng 2 năm tới.
- Điều này thể hiện một mức trung bình là 10,49% trong vòng 5 năm. Qua đó, chúng tôi đề nghị rằng những hợp đồng cho thuê mới sẽ được kết luận với tỷ lệ leo thang giá thuê từ 9 đến 10,5%.

Vốn tự bỏ ra của nhà đầu tư và vay nợ

- Hầu hết các giao dịch mua lại BĐS đều phải được thanh toán, thông thường là bằng tiền mặt. Số tiền mặt này có thể là từ vốn có sẵn của người mua (trong trường hợp này sẽ có sự mất mát trong lãi suất) hoặc vốn vay (trong trường hợp này lãi suất có thể được trả)

So sánh Nợ và Vốn tự bỏ ra

Có hai loại vốn tài chính: vốn tự bỏ ra và vay nợ.

Khi tìm kiếm lợi nhuận, cần phải quan tâm tới khả năng tài chính của công ty.

Một công ty đầu tư càng nhiều tiền vào hoạt động kinh doanh, thì công ty đó càng dễ dàng tìm kiếm vốn đầu tư. Nếu một ông ty có tỷ lệ giữa vốn tự bỏ ra và vay nợ cao, công ty đó sẽ lựa chọn nguồn vốn vay.

Tuy nhiên nếu công ty đó có tỷ lệ giữa tiền vay nợ và vốn tự bỏ ra cao, các chuyên gia sẽ khuyên công ty tăng thêm đầu tư bằng nguồn vốn tự bỏ. Như vậy, công ty sẽ không chịu lực đòn bẩy ảnh hưởng tiêu cực đến sự tồn tại của công ty.

Vốn tự bỏ ra của nhà đầu tư và vay nợ

■ Vốn tự bỏ ra

- Vốn tự bỏ ra đồng nghĩa với quyền sở hữu (Chia lợi nhuận và quyền kiểm soát)
- Hầu hết các cơ sở kinh doanh nhỏ và đang phát triển đều sử dụng rất ít vốn tự bỏ ra.
- Cũng như vốn vay nợ, lượng vốn tự bỏ ra thường đến từ các nhà đầu tư không chuyên nghiệp như bạn bè, họ hàng, nhân viên, khách hàng, hoặc người làm cùng ngành.
- Tuy nhiên, nguồn vốn thường gặp nhất của nhà đầu tư chuyên nghiệp sẽ đến từ các nhà tư bản liều lĩnh.
- Vốn tự bỏ ra yêu cầu nhà đầu tư bán một phần quyền sở hữu của công ty để thu lại vốn đầu tư. Một bước quan trọng và cơ bản trong việc sử dụng vốn tự bỏ ra là tìm kiếm nhà đầu tư sẵn sàng trả tiền cho sự án; tuy nhiên lượng vốn tự bỏ ra sử dụng có thể sẽ phụ thuộc vào khả năng tự nguyện chia sẻ quyền quản lý cho nhà đầu tư đang rất bị lôi cuốn vào hoạt động này. Bằng cách bán lợi ích vốn chủ sở hữu, công ty sẽ hi sinh một phần quyền quản lý.

Vốn tự bỏ ra của nhà đầu tư và vay nợ

Việc bán một tỷ lệ phần trăm lợi ích sở hữu của công ty có thể đồng nghĩa với việc hoạt động đầu tư của công ty sẽ mang tính ngắn hạn, trừ khi công ty vẫn nắm phần lớn lợi ích sở hữu và kiểm soát việc kinh doanh.

Nhiều nhà quản lý doanh nghiệp nhỏ không cần thiết phải duy trì công việc kinh doanh của công ty vô thời hạn, và động lực cá nhân trong việc duy trì hoạt động kinh doanh nhỏ sẽ xác định giá trị của quyền sở hữu.

Ý cuối cùng là một doanh nghiệp quản lý thành công trong vài năm và có thể bán lại một phần quyền sở hữu với một mức giá hợp lý, hay liên tục chán nản do cố gắng làm công tác tài chính cho hoạt động kinh doanh mà không thể đạt tới tiềm năng vốn có vì thiếu thốn vốn đầu tư.

Vốn tự bỏ ra của nhà đầu tư và vay nợ

■ Vay nợ

- Vay nợ: Nợ tiền của một tổ chức khác (Lợi nhuận và quyền sở hữu vẫn được giữ)
- Có rất nhiều nguồn để có vốn vay: các ngân hàng, các quỹ tiết kiệm cho vay, các công ty tài chính thương mại. Nhà nước hoặc chính quyền địa phương đã phát triển khá nhiều chương trình trong các năm gần đây nhằm thúc đẩy sự phát triển của các doanh nghiệp nhỏ có ảnh hưởng tích cực đến nền kinh tế.
- Một người cho vay có thể cho một người vay tiền với điều kiện tiền gốc vay và tổng lãi suất gộp sẽ được trả lại vào một thời điểm trong tương lai. Người chủ nợ sẽ không nắm giữ bất kỳ quyền sở hữu nào về hoạt động kinh doanh của người vay vốn. Nhưng như thế chấp, khoản vay có thể sẽ đảm bảo một lãi suất cho BĐS.
- Lãi suất cho các khoản vay có thể được khấu trừ đi và chi phí tài chính là một chi phí cố định.
- Vấn đề quan trọng nhất ở đây là khả năng trả nợ.

Các ứng dụng cho đầu tư và tài chính

- Các dữ liệu và thông tin sẽ được cung cấp bởi khách hàng
- Để có thể tiến hành đánh giá tài chính của một giao dịch đầu tư, tất cả các nhà đầu tư tham gia sẽ yêu cầu những tài liệu cơ bản và thông tin liên quan đến dự án.
 - Miêu tả chi tiết về dự án
 - Tài liệu pháp lý và cơ bản của người vay vốn bao gồm những thông tin về tình hình tài chính hiện tại của nhà tài trợ cho dự án (ví dụ: báo cáo thường niên, tài liệu tham khảo, báo cáo tài sản và nợ).

Các ứng dụng cho đầu tư và tài chính

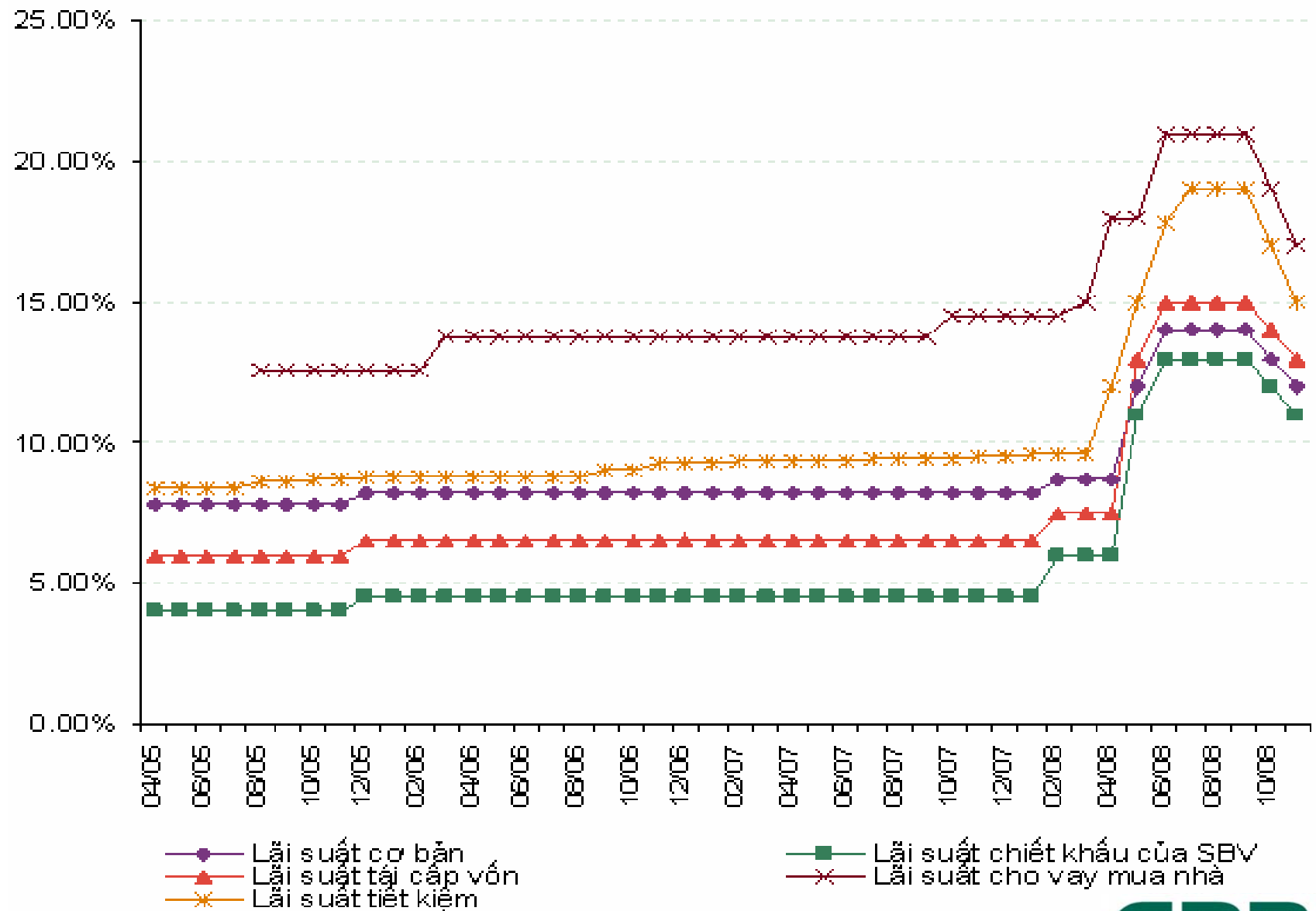
- Bản kế hoạch kỹ thuật chi tiết và tiến độ thời gian cho việc đầu tư vốn.
- Phân tích thị trường, kế hoạch tài chính và nghiên cứu khả thi chuẩn bị cho khách hàng và các chuyên gia bên ngoài.
- Hợp đồng đã ký hoặc sẽ được ký có liên hệ với dự án
- Và bất kỳ thông tin nào có liên quan đến dự án.
- Các tài liệu pháp lý, chỉ ra tình trạng của quyền sở hữu

Bảng các tỷ lệ trong quá khứ

Nghiên cứu có chiều sâu và được cập nhật thường xuyên về các tỷ lệ thị trường, biểu đồ và sự chuyển biến trung bình đều cần được tiến hành. Những thông tin này sẽ được giữ và dùng làm tài liệu tham khảo. Các thông tin đưa ra những hiểu biết về xu hướng của tình trạng lạm phát, sự tăng hay giảm lãi suất cho vay thế chấp và nguồn vốn cho các dự án mới.

Lãi suất thể chấp

LÃI SUẤT - NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM



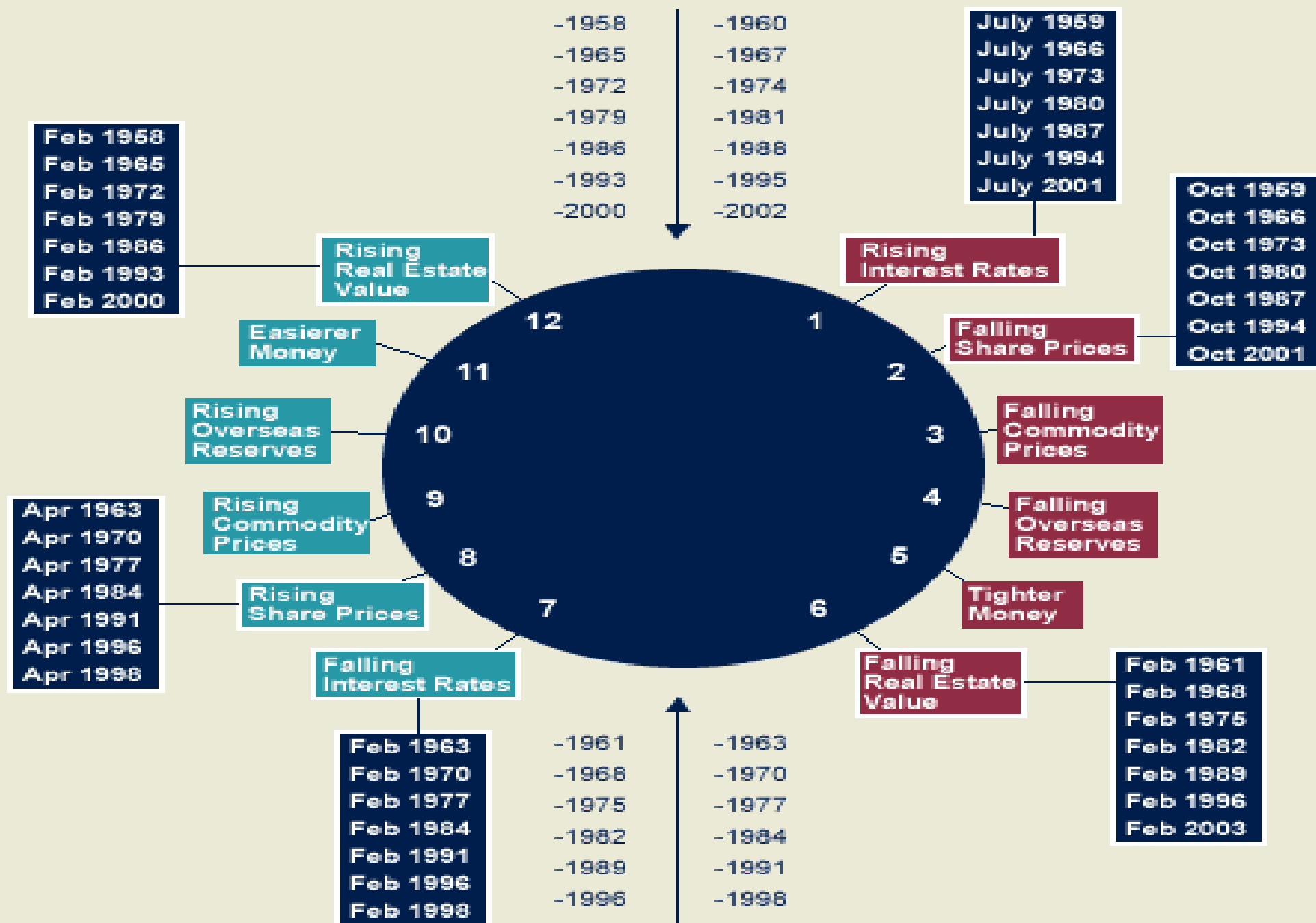
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Mortgage Finance Rates

Annual Interest Rates						
	Prime Rate	SBV Discount Rate	Refinancing Rate	Mortgage Rate	Cash Deposit	Long term bond rate
	Lãi suất cơ bản	Lãi suất chiết khấu của SBV	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất cho vay mua nhà	Lãi suất tiết kiệm	Lãi suất trái phiếu chính phủ
Jan 07	8.25%	4.50%	6.50%	13.80%	9.30%	7.70%
Feb 07	8.25%	4.50%	6.50%	13.80%	9.36%	
Mar 07	8.25%	4.50%	6.50%	13.80%	9.36%	
Apr 07	8.25%	4.50%	6.50%	13.80%	9.36%	
May 07	8.25%	4.50%	6.50%	13.80%	9.36%	
Jun 07	8.25%	4.50%	6.50%	13.80%	9.36%	
Jul 07	8.25%	4.50%	6.50%	13.80%	9.40%	
Aug 07	8.25%	4.50%	6.50%	13.80%	9.40%	
Sep 07	8.25%	4.50%	6.50%	13.80%	9.40%	
Oct 07	8.25%	4.50%	6.50%	14.52%	9.40%	
Nov 07	8.25%	4.50%	6.50%	14.52%	9.48%	
Dec 07	8.25%	4.50%	6.50%	14.52%	9.48%	
Jan 08	8.25%	4.50%	6.50%	14.52%	9.60%	15.00%
Feb 08	8.75%	6.00%	7.50%	14.52%	9.60%	
Mar 08	8.75%	6.00%	7.50%	15.00%	9.60%	
Apr 08	8.75%	6.00%	7.50%	18.00%	12.00%	
May 08	12.00%	11.00%	13.00%	18.00%	15.00%	
Jun 08	14.00%	13.00%	15.00%	21.00%	17.80%	
Jul 08	14.00%	13.00%	15.00%	21.00%	19.00%	
Aug 08	14.00%	13.00%	15.00%	21.00%	19.00%	
Sept 08	14.00%	13.00%	15.00%	21.00%	19.00%	
Oct 08	13%	12%	14%	19%	17%	
Nov 08	12%	11%	13%	17%	15%	
Dec 08						

	l	m	n	p	q	c
Average Rate:	9.27%	6.14%	7.46%	14.85%	10.27%	9.70%
			11.73%	18.19%	15.93%	

TOP OF THE BOOM



DEPTH OF RECESSION

Chu kỳ của bất động sản

- Trong 150 năm qua, phân tích đầu tư đã tạo ra nhiều dự đoán về sức mạnh tài chính thế giới.
- Cho dù các tư duy về chiến lược đi sâu vào công việc như thế nào, biểu đồ đồng hồ đầu tư cổ điển vẫn tiếp tục là biểu chỉ dẫn thú vị cho chu kỳ đầu tư.
- Các thông tin ở vị trí 2 giờ sẽ luôn luôn giữ vị trí đó. Nó ghi nhận thị trường chứng khoán trong 10 năm gần đây, bao gồm cả cuộc khủng hoảng đáng nhớ vào năm 1987 và cả cuộc khủng hoảng gần đây.
- Thông tin tốt cho các nhà đầu tư BĐS là chu kỳ tăng lãi suất, sự sụt giảm giá cổ phần và giá hàng tiêu dùng đã tạo ra những biến chuyển trong thị trường BĐS dẫn tới đẩy cao nhu cầu, giá trị và lợi nhuận.
- Những điều đang xảy ra có thể được theo dõi khi đồng hồ này quay. Nhưng sẽ luôn luôn là một điều tốt khi suy ngẫm và theo dõi các ô chữ, và qua đó rút ra các kết luận về những gì sẽ xảy ra trong tương lai. Chúng ta đang ở giai đoạn phía dưới của chu kỳ và hi vọng thời kỳ suy thoái sẽ kết thúc nhanh.



Các chỉ số Đầu tư và Thẩm định giá Bất động sản tại Việt Nam tháng 11/2008

Phần 2

Người trình bày Colin Wood

Các phương pháp định giá

Vốn hoá trực tiếp

Tỷ lệ vốn hoá là nhân tố biến đổi thu nhập ròng từ hoạt động sang giá trị hiện tại.

Tỷ lệ vốn hoá là tỷ lệ giữa thu nhập ròng ổn định hay giá bán. (Ổn định ám chỉ đến việc loại bỏ các chi phí không liên quan tới BĐS và làm điều hoà các chi phí bất thường so với các BĐS khác). Phương pháp này hiện vẫn đang được áp dụng rộng rãi và ưa chuộng nhất.

- Ví dụ, nếu một BĐS được bán với giá \$5.000.000, và có Thu nhập ròng ổn định là \$500.000 thì tỷ lệ vốn hoá được sử dụng là 10% ($NOI / \text{Giá bán} = \text{Tỷ lệ vốn hoá}$) ($\$500.000 / \$5.000.000 = 10\%$). Áp dụng tỷ lệ vốn hoá trên cho một BĐS có tổng doanh thu \$755.000 sẽ thu được giá trị BĐS là \$7.550.000

- Tỷ lệ vốn hoá BĐS được tính toán trước khi thanh toán chi phí nợ và chi phí do mất giá.
- Ngược lại với ý kiến của nhiều người, lãi suất chỉ là một trong nhiều nhân tố xác định tỷ lệ vốn hoá.
- Tỷ lệ vốn hoá – đánh giá tự nhiên của thị trường BĐS – đã được xác định bởi nhiều nhân tố ngoài lãi suất, ví dụ giá thuê dự kiến, hay thay đổi trong nhu cầu đầu tư.
- Tỷ lệ vốn hoá và lãi suất vì vậy không có quan hệ tương quan theo thời gian.

- Nguồn cung, nhu cầu và chi phí nợ cũng là hai nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ vốn hóa trong thị trường.
- Tỷ lệ vốn hóa là một trong những yếu tố quyết định chính về giá cho đầu tư BĐS và luôn có một mối liên hệ trực tiếp giữa tỷ lệ vốn hóa của thị trường với lãi suất vay nợ đầu tư BĐS hiện tại.
- Khi lãi suất thấp hơn tỷ lệ vốn hóa, chúng ta sẽ có một thị trường đòn bẩy rất khả quan, càng vay nhiều để đầu tư, lợi nhuận thu về sẽ càng cao.

- Khi lãi suất cao hơn tỷ lệ vốn hóa, chúng ta sẽ có thị trường đòn bẩy không khả quan, khi đó càng vay nhiều tiền cho đầu tư BĐS thì khả năng sinh lợi nhuận sẽ càng thấp.
- Một điều quan trọng nữa là cần hiểu rõ lợi thế chính của đầu tư BĐS so với các loại hình đầu tư khác là tính chất đòn bẩy và sự thuận lợi về thuế.
- Hầu hết các nhà đầu tư đều muốn lực đòn bẩy mạnh vì các lợi ích của việc sở hữu BĐS hầu như đều từ tính chất đòn bẩy.
- Mỗi lợi nhuận được tạo ra đều thể hiện phần thu được từ tiền đầu tư ban đầu. Các nhà đầu tư đều muốn có được tỷ lệ sinh lời từ đầu tư cao nhất có thể
 - \$1 lợi nhuận thu được từ \$1 bỏ ra sẽ có tỷ lệ sinh lời từ đầu tư 100%
 - \$10 lợi nhuận thu được từ \$1 bỏ ra sẽ có tỷ lệ sinh lời từ đầu tư 1.000%
 - \$100 lợi nhuận thu được từ \$1 bỏ ra sẽ có tỷ lệ sinh lời từ đầu tư 10.000%
 - \$1000 lợi nhuận thu được từ \$1 bỏ ra sẽ có tỷ lệ sinh lời từ đầu tư 100.000%

- Cũng giống như trong những loại hình đầu tư khác, bất động sản bị chi phối bởi cung và cầu. Các nhà đầu tư bất động sản thường có một ngưỡng lợi tức đầu tư nào đó mà họ sẵn sàng chấp nhận tùy thuộc vào tài sản đó và thị trường hiện tại.
- Khi lãi suất giảm và chi phí vay vốn gia giảm, các nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận lợi tức đầu tư thấp hơn đối với tiền của mình bởi những phương thức đầu tư khác có lợi tức thấp hơn.
- Khi lãi suất giảm, 2 lực đẩy thị trường hoạt động làm tăng giá cả bất động sản:
 - (1) Tỷ lệ vốn hóa giảm với lãi suất và
 - (2) Các nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận mức lợi tức thấp hơn.
- Ngược lại, trong thị trường lãi suất đang tăng, điều ngược lại là đúng. Khi có nhiều lựa chọn hơn cho nhà đầu tư để đạt được lợi tức đầu tư cao hơn và chi phí vốn giảm, tỷ lệ vốn hóa gia tăng và cuối cùng là làm giảm giá một nhà đầu tư sẵn sàng trả cho một bất động sản.

- Cùng với những tác động này, thị trường cũng đóng vai trò quan trọng trong tỷ lệ vốn hóa và lãi suất. Cầu thị trường càng cao trên một thị trường nào đó, tỷ lệ vốn hóa càng thấp sẽ diễn ra.
- Tỷ lệ vốn hóa thấp hơn có tác động tích cực đến giá cả. Mặt khác trên thị trường yếu hơn với cầu thấp hơn, tỷ lệ vốn hóa tăng và giá trị giảm.
- Mục tiêu của thẩm định giá bất động sản là để đưa ra việc thẩm định giá suôn sẻ, vốn gia tăng theo thời gian cùng với phí cho thuê tăng. Do đó, biến động trong ngắn hạn về tỷ suất sẽ không đáng kể, và tỷ suất tổng thể cần được dựa trên mức trung bình theo thời gian.
- Cần tránh sự biến động nhanh chóng về giá cả. Tỷ suất vốn hóa tính từ thị trường là phương pháp chính xác nhất và được yêu thích nhất.

- Tuy nhiên, việc có sẵn các dao dịch bất động sản có thể so sánh một cách hợp lý với những số liệu đi kèm chính xác rất khó có thể tìm nguồn và do đó hầu hết các nhà môi giới sẽ chỉ đưa ra con số gần đúng.
- Tỷ suất chiết khấu là tỷ lệ được sử dụng để chuyển dòng thu nhập cố định trong một giai đoạn sang giá trị hiện tại.
- Điều này sẽ được thảo luận một lần nữa ở phần sau.

- Trong phân tích và định giá bất động sản, những thuật ngữ “tỷ suất chiết khấu” và “tỷ suất vốn hóa” thường được sử dụng lẫn lộn. Sử dụng như vậy là sai. Những thuật ngữ tỷ suất chiết khấu và tỷ suất vốn hóa, mặc dù có liên quan đến nhau nhưng không đồng nghĩa. Tuy nhiên, thuật ngữ (1) tỷ suất chiết khấu, (2) tỷ suất giá trị hiện tại, (3) tỷ suất chiết khấu giá trị hiện tại, và (4) tỷ suất vốn hóa sinh lời là đồng nghĩa.
- Chuyên gia hoặc chuyên viên thẩm định giá có kinh nghiệm nên hiểu đầy đủ sự khác biệt quan trọng giữa thuật ngữ tỷ suất chiết khấu và tỷ suất vốn hóa và làm thế nào để sử dụng đúng từng “tỷ lệ lợi tức” trong phương pháp và cách tiếp cận kỹ thuật được lựa chọn.

Ước tính Tỷ suất Chiết khấu, Lợi tức tối thiểu và Tỷ suất vốn hóa

- Trong bất kỳ phân tích cách tiếp cận thu nhập nào, chuyên gia có thể sử dụng hoặc là tỷ suất chiết khấu hoặc tỷ suất vốn hóa để chuyển đổi mức độ thu nhập kinh tế dự tính nào đó sang một ước tính về giá trị, suy giảm về mặt giá trị (tức là thiệt hại) hoặc giá chuyển đổi.
- Trước khi chúng ta thảo luận tỷ suất chiết khấu hoặc tỷ suất vốn hóa được sử dụng như thế nào trong phân tích về trí tuệ, trước hết chúng ta sẽ xem xét
 - (1) tỷ suất chiết khấu khác với tỷ suất vốn hóa như thế nào và
 - (2) khi nào phù hợp để sử dụng từng tỷ suất đó.
- Tiếp theo, chúng ta sẽ thảo luận những phương pháp khác nhau để ước tính tỷ suất chiết khấu và tỷ suất vốn hóa.

- Cả tỷ suất chiết khấu và tỷ suất vốn hóa đều thể hiện lợi tức có điều chỉnh rủi ro mà một nhà đầu tư trông đợi. Cả hai lợi tức đều tính đến rủi ro và bất ổn liên quan đến dòng thu nhập kinh tế được dự tính cho tài sản, bất động sản và lợi ích kinh doanh. Mặc dù cả hai lợi tức khác nhau này được sử dụng trong hai phương pháp phân tích dựa trên thu nhập khác nhau, hai phương pháp này cần đưa ra kết quả bổ sung

Ước tính Tỷ suất Chiết khấu, Lợi tức tối thiểu và Tỷ suất vốn hóa

- Tỷ suất chiết khấu thường được tính đến trong trường hợp phân tích dòng tiền chiết khấu. Trong phân tích dòng tiền chiết khấu, chuyên gia hoặc chuyên viên thẩm định giá điển hình sẽ đưa ra lưu chuyển dòng tiền (hoặc một phương pháp tương tự về thu nhập kinh tế) được tạo ra bởi bất động sản chủ thể.
- Trong phân tích về doanh nghiệp đang hoạt động, dự tính về lưu chuyển thu nhập kinh tế có thể mở rộng ra ngoài giai đoạn ước tính đó. Cách tính toán giá trị thặng dư/tận cùng này là để nắm bắt được khối lượng thu nhập kinh tế tăng lên/giảm đi nằm ngoài giai đoạn dự án. Tính toán giá trị còn dư/tận cùng này dùng cách vòng đời vĩnh cửu.

Giới thiệu

- Ngược lại, bất động sản thường có vòng đời có giới hạn (80 năm). Cách tiếp cận thu nhập bất động sản có thể bao gồm cả phân tích giá trị thặng dư / tận cùng. Tuy nhiên, phân tích cần phản ánh vòng đời giới hạn của tài sản trí tuệ thay vì vòng đời vô hạn của doanh nghiệp.
- Không giống như tỷ suất chiết khấu, tỷ suất chiết khấu được sử dụng trong phân tích thu nhập kinh tế được dự tính hoặc để (1) còn cố định hoặc (2) gia tăng với tốc độ cố định theo thời gian. Trong trường hợp khi thu nhập dự tính được trông đợi là sẽ tăng đều đặn theo thời gian, tỷ suất vốn hóa bằng với tỷ suất chiết khấu trừ đi tốc độ tăng trưởng dự tính, (hoặc tốc độ gia tăng).

■ Ví dụ:

- Nếu tỷ suất chiết khấu phù hợp với phân tích là 23%, và tốc độ tăng trưởng thu nhập kinh tế được kỳ vọng là 10%, khi đó tỷ suất vốn hóa tương tự sẽ là 13%.
- Nói cách khác, mối quan hệ đại số giữa hai tỷ lệ này là: tỷ suất chiết khấu trừ đi tốc độ tăng trưởng kỳ vọng bằng tỷ suất vốn hóa.
- Trong ví dụ này, mối quan hệ đại số được thể hiện là : $23\% - 10\% = 13\%$.

Trong những trường hợp thu nhập ước tính được kỳ vọng là sẽ giảm ở mức đều đặn theo thời gian, tỷ suất vốn hóa bằng tỷ suất chiết khấu trừ đi tốc độ tăng trưởng âm.

Nói cách khác, mối quan hệ đại số giữa hai tỷ lệ này là: tỷ suất chiết khấu trừ đi tốc độ tăng trưởng kỳ vọng âm bằng tỷ suất vốn hóa.

Ước tính Tỷ suất Chiết khấu, Lợi tức tối thiểu và Tỷ suất vốn hóa

Ví dụ, nếu tỷ suất chiết khấu phù hợp là 20% và tốc độ tăng trưởng thu nhập kinh tế kỳ vọng là – 5% (có nghĩa là một sự suy giảm hàng năm là 5% do bất động sản giảm giá), sau đó tỷ suất vốn hóa tương ứng là 25%.

Trong ví dụ này, mối quan hệ đại số được thể hiện như sau: $20\% - (-5\%) = 25\%$. Trong những trường hợp khi thu nhập dự tính sẽ duy trì đều đặn theo thời gian, sau đó tỷ suất vốn hóa bằng tỷ suất chiết khấu, như đã nêu trong trường hợp cho thuê ở mức cao ban đầu mà không có sự gia tăng là 60.00 USD trong phần thảo luận về gia tăng.

■ Ước tính Tỷ suất chiết khấu và Tỷ suất vốn hóa

- Số liệu thị trường thực tế được sử dụng để ước tính tỷ suất chiết khấu hoặc tỷ suất vốn hóa sẽ ảnh hưởng đến lựa chọn phương pháp tính thu nhập kinh tế.
- Nói cách khác, nếu tỷ suất chiết khấu được lấy từ số liệu thị trường liên quan đến dòng tiền thuần của giao dịch bán hàng, khi đó sẽ là phù hợp khi áp dụng tỷ suất chiết khấu được lựa chọn cho dòng tiền thuần của bất động sản chính chủ.
- Ngược lại, nếu tỷ suất chiết khấu được lấy từ dữ liệu thị trường liên quan đến thu nhập thuần của giao dịch bán hàng, khi đó sẽ là phù hợp khi áp dụng tỷ suất chiết khấu được lựa chọn cho thu nhập thuần của bất động sản chính chủ.

Ước tính Tỷ suất Chiết khấu, Lợi tức tối thiểu và Tỷ suất vốn hóa

- Khi phân tích một bất động sản, một cách phổ biến là tập trung vào dòng tiền mặt thuần như là một phương pháp phù hợp cho thu nhập kinh tế. Điều này là bởi vì hầu hết các dữ liệu thị trường thực tế được sử dụng để ước tính tỷ suất chiết khấu và tỷ suất vốn hóa được tính toán dựa trên dòng tiền mặt thuần.
- Để tạo ra sự hiểu biết tốt hơn về việc làm thế nào những dữ liệu thị trường thực tế này được sử dụng để ước tính tỷ suất chiết khấu và tỷ suất vốn hóa, tiếp theo chúng ta sẽ thảo luận những phương pháp khác nhau để tính toán tỷ suất chiết khấu.

Ước tính Tỷ suất Chiết khấu, Lợi tức tối thiểu và Tỷ suất vốn hóa

- Nếu tỷ suất chiết khấu lấy từ thị trường (tức là tỷ suất lấy từ phạm vi giao dịch bán bất động sản đó) không có, thì tỷ suất chiết khấu áp dụng cho doanh nghiệp thường được sử dụng như cơ sở cho lợi tức phù hợp.
- Tài sản trí tuệ và chủ sở hữu/điều hành doanh nghiệp được cho là tương tự trong việc hầu hết giá trị của họ (trong trường hợp tài sản trí tuệ, tất cả giá trị của chúng) về bản chất là vô hình.
- Để bồi thường cho một nhà đầu tư vì mức độ rủi ro đi kèm với việc sở hữu một tài sản trí tuệ, các nhà phân tích thường sử dụng hoặc chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp hoặc chi phí vốn bình quân-WACC như là cơ sở để có được tỷ suất chiết khấu tài sản phù hợp.

Ước tính Tỷ suất Chiết khấu, Lợi tức tối thiểu và Tỷ suất vốn hóa

- Một tỷ suất chiết khấu có thể lấy được từ thị trường tài chính dựa trên lợi suất trái phiếu dài hạn.
 - Ở Mỹ đây được coi là Trái phiếu Chính phủ (T Bonds) trong khi ở Nam Phi là R150.
 - Ở Việt Nam gần đây đã có báo cáo là Chính phủ đã huy động được 85 tỷ đồng từ việc bán Trái phiếu 15 năm với lãi suất 15%, thông qua Ngân hàng Nhà nước vào ngày 26/9. Cuộc đấu giá tiếp theo sẽ được tổ chức vào ngày 24/10.
- Lãi suất cần thiết của trái phiếu 3 và 5 năm ở khu vực là 16.48 đến 16.83. Từ trước đến nay bất động sản trên thế giới có mức phí rủi ro từ 3 đến 6% trên lãi suất của trái phiếu dài hạn, xác nhận cảm nghĩ rằng tỷ suất chiết khấu sẽ dao động từ 19% và 23%. ($16.5 + 3$ and $16.8 + 6$).
- Các nhà đầu tư được thăm dò nói rằng họ có ý kiến rằng tỷ suất chiết khấu là trên 20%, ngụ ý mức phí bảo hiểm rủi ro hiện tại áp lên bất động sản cao hơn mức được tính toán.

Các phương pháp khác có thể được sử dụng.

- Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp
- Chỉ số bù đắp nợ
- Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)

Kỹ thuật này tối ưu hoá các tiêu chí đầu tư của nhà đầu tư bất động sản và người cho vay để phát triển hoặc đồng bộ hoá tỷ suất vốn hoá.

Có **năm** đầu vào chủ chốt cần thiết cho phương pháp này :

- **Chỉ số nợ-đối với-giá trị (LTV) (Sử dụng Vốn cổ phần và Nợ)**
- **Lãi suất tài sản thế chấp**
- **Thời hạn khoản vay**
- **Tỷ lệ lãi suất vốn cổ phần**
- **Giá trị thay đổi của bất động sản theo thời gian**

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

- Bất động sản thu nhập thấp, hầu hết những tổ chức cho vay sẽ cho vay đến 75% giá bán bất động sản hoặc giá trị của bất động sản (Các định chế tài chính có thể thay đổi tỷ lệ tùy thuộc vào vị trí của bất động sản). Chúng tôi hiểu rằng ở Việt Nam, các định chế tài chính hạn chế tỷ lệ này đến 70%
- Lãi suất tài sản thế chấp. Một lần nữa, thông tin này cũng có sẵn ở các tổ chức cho vay trong nước và là một chức năng của lãi suất hiện tại.
- Thời hạn khoản vay. Điều này là độ dài của khoản vay hay là giai đoạn trả dần hết khoản nợ. Đây được thông tin này khi nghiên cứu lãi suất và chỉ số nợ-đối với-giá trị. Thời hạn chủ yếu dao động từ 10 đến 30 năm, trong khi quy chuẩn của cho vay thương mại là khoảng 15 năm.

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

- Tỷ lệ lãi suất cổ phần. Tỷ lệ này phản ánh tổng lợi nhuận nhà đầu tư yêu cầu để chấp nhận rủi ro đầu tư. Ít nhất chủ yếu là chi phí vốn và thường là cao hơn từ 2 đến 5 điểm. Tỷ lệ này được xác định trong các cuộc phỏng vấn với các đại lý và nhà đầu tư bất động sản.

Tỷ lệ lãi suất cổ phần thay đổi từ tỷ lệ cổ tức cổ phần là mức lãi hàng năm cho nhà đầu tư sau khi trả nợ. Tỷ lệ cổ tức không phản ánh sự tăng giá bất động sản hoặc tài sản thế chấp suy giảm, trong khi tỷ lệ lãi cổ phần là một biện pháp tổng thể các hình thức đầu tư bao gồm cả cổ tức cổ phần (dương hoặc âm), tài sản thế chấp giảm hoặc giá bất động sản (tăng).

- Giá trị bất động sản thay đổi. Đơn giản là sự thay đổi giá trị bất động sản ước tính trong thời gian nắm giữ. Phân tích cổ phần tài sản thế chấp cho giai đoạn nắm giữ là 8 năm như đã nêu ở trên là giai đoạn nắm giữ trung bình của một bất động sản tạo ra thu nhập.

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

- Bộ quy định về đầu tư (ISCs) là tỷ lệ vốn hoá tổng thể và các cấu phần để tạo ra tỷ lệ này sử dụng Biên độ của Công thức Đầu tư và Phân tích Vốn cổ phần của Tài sản thế chấp (Công thức Ellwood). ISCs phản ánh kỳ vọng kinh tế của thị trường.

Biên độ của Công thức đầu tư $Ro = (M \times Rm) + ((1 - M) \times Re)$

Trong đó,

Ro = Tỷ suất vốn hoá Tổng thể

M = Chỉ số khoản vay đối với giá trị

Rm = Hằng số tài sản thế chấp

$(1-M)$ = Vốn cổ phần đối với Chỉ số giá trị

Re = Tỷ suất Cổ tức vốn cổ phần

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

- Phân tích vốn cổ phần tài sản thế chấp (Công thức Elwood)
- $R_o = Y_e - M (Y_e + P(1/S n - R_m) \pm \Delta_o (1/S n))$

Trong đó,

R_o = Tỷ suất vốn hoá tổng thể

Y_e = Tỷ lệ lãi suất vốn cổ phần mong muốn

M = Chỉ số khoản vay đối với giá trị

P = Phần tài sản thế chấp đã trả

$1/S n$ = Nhân tố vốn đầu tư đã mất

R_m = Hằng số tài sản thế chấp

Δ_o = Thay đổi tổng thể (Tăng hoặc giảm)

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

- **Hàng số tài sản thế chấp**, cũng được gọi là “tỷ suất vốn hoá tài sản thế chấp” là tỷ lệ vốn hoá cho khoản nợ. Thường được tính theo tháng bằng cách chia khoản phải trả hàng tháng theo nợ gốc tài sản thế chấp. Một hàng số tài sản thế chấp hàng năm có thể tìm thấy bằng cách nhân hàng số hàng tháng với 12, hoặc chia phí dịch vụ nợ hàng năm bằng nợ gốc tài sản thế chấp.

Một hàng số tài sản thế chấp là một tỷ lệ mà thẩm định viên xác định để sử dụng trong biên độ phương pháp đầu tư. Hàng số này cũng được sử dụng trong chỉ số bù đắp nợ mà nhiều ngân hàng thương mại sử dụng. Hàng số tài sản thế chấp thường được ký hiệu là Rm. Rm cao hơn lãi suất dành cho khoản vay được trả dần đầy đủ bởi Rm bao gồm cả đánh giá về nợ gốc cũng như lãi suất. Rm có thể thấp hơn lãi suất cho khoản vay trả dần bị âm.

- Công thức như sau:

$$Rm = (Pmt(Lãi suất/12, Giai đoạn*12, 1)) * -12$$

- Ví dụ: Nếu mức 12% \$100 000 khoản vay có tài sản thế chấp sẽ được thanh toán trong 25 năm, mức trả hàng năm là \$12 750 (Sử dụng bản hoặc Máy tính)
- Cách tính: $\$12\,750 / \$100\,000 = .1275\%$

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

- **Lãi vốn cổ phần (Ye):** Tổng lợi nhuận hàng năm một nhà đầu tư mong muốn từ bất động sản (tỷ suất lợi nhuận theo yêu cầu đối với và của vốn cổ phần).
- **LTV (Khoản vay đối với Giá trị) (M):** Khoản vay hoặc phần nợ của đầu tư bất động sản tính theo phần trăm.
- **Phần Tài sản thế chấp đã trả (P):** Phần tài sản thế chấp đã thanh toán vào cuối giai đoạn nắm giữ.
- **Nhân tố Vốn đầu tư đã mất ($1/S_n$):** Mức độ đầu tư theo giai đoạn hoặc đặt cọc cần có để tích lũy một trong một giai đoạn cho trước bao gồm cả cộng dồn lãi suất theo lãi suất thực. Lãi suất thực của Nhân tố Vốn đầu tư đã mất trong ISCs là ở mức lãi suất vốn cổ phần.
- **Thay đổi tổng thể (Δo) – Tăng hoặc Giảm:** Tổng mức thay đổi về giá trị (+ or -) của bất động sản trong giai đoạn nắm giữ. Tăng hoặc Giảm (Δo) được xem như rà soát lúc nhập vào. Đối với công thức này, thuật ngữ này được coi là 0 trong ISCs.
- **Giai đoạn nắm giữ:** Thời hạn một nhà đầu tư điển hình kỳ vọng để nắm giữ bất động sản. Đối với ISCs, giai đoạn nắm giữ được ấn định ít nhất là 10 năm.
- Dựa trên quy chuẩn thị trường tỷ lệ ở khu vực là 14.5%.

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

Các công cụ Tỷ suất Vốn hoá

Phân tích vốn cổ phần tài sản thế chấp					
Hàng số tài sản thế chấp		Chỉ số khoản vay		Đóng góp	
0.163860	x	65.0%	=	10.65%	
Tỷ lệ lãi suất vốn cổ phần		Chỉ số vốn cổ phần			
20.00%	x	35%	=	7.00%	
				17.65%	
Trừ gây dựng vốn cổ phần:					
Chỉ số khoản vay x phần trăm đã trả* x nhân tố vốn cổ phần đã mất (SFF)					
65.0%	x	28.20%	x	0.06061	= -1.11%
Điều chỉnh Tăng hoặc Giảm:					
Cộng với khoản giảm (hoặc trừ đi khoản tăng) x SFF					
	-32.0%	x		0.06061	= -1.94%
				Tỷ suất vốn hoá	= 14.60%

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

- **Chỉ số bù đắp Nợ**

- Phương pháp Chỉ số bù đắp Nợ cho biết tỷ lệ ở khu vực là 14%

Công thức này cho phương pháp chỉ số bù đắp nợ như sau:

$$RO = DCR \times LTV \times RM$$

Trong đó:

RO = Tỷ suất vốn hoá

DCR = Chỉ số bù đắp nợ

LTV = Chỉ số Khoản vay đối với Giá trị

RM = Hằng số Tài sản thế chấp

Bốn mục đầu tiên đã được đề cập ở trên. Cách tính hằng số tài sản thế chấp cũng tương tự như miêu tả ở trên.

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

- **Chỉ số Khoản vay đối với Giá trị:** Chỉ số này cần phù hợp với điều kiện cho vay theo khu vực. Điều kiện cho vay cụ thể với một hợp đồng hoặc một nhà đầu tư nên bỏ qua và áp dụng điều kiện điển hình cho cả thị trường.
- **Trả nợ hàng năm:** Đây là số nợ gốc và lãi trả hàng năm, dựa trên giá trị được nêu và điều kiện tài sản thế chấp được xác định ở trên.
- **NOI Sau Nợ:** Đây là số tiền mà nhà đầu tư giữ lại sau khi tất cả các chi phí và nợ được thanh toán. Đây là số liệu quan trọng và cần được kiểm tra nhất trí cao về việc liệu có đủ để khuyến khích nhà đầu tư chấp nhận đầu tư. Với bất động sản có giá trị thấp hơn, khối lượng đồng đôla sẽ nhiều hơn khi đôla thấp thậm chí nếu có cao trên tỷ lệ phần trăm, sẽ không ấn tượng.

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

■ Chỉ số bù đắp Nợ:

- Các chỉ số bù đắp nợ điển hình cần được nghiên cứu trong khi nghiên cứu các điều kiện cho vay theo khu vực.
- Đây là khối lượng NOI vượt qua trả nợ hàng năm. Hầu hết các tổ chức cho vay yêu cầu tối thiểu là 110% (DCR: 1.1) lên đến 150% (DCR: 1.5).
- Điển hình là các tổ chức cho vay tìm kiếm Chỉ số từ 1.2 đến 1.3. DCR thấp hơn thì biên độ lợi nhuận hẹp hơn để bù đắp tài sản thế chấp. Do đó, nếu DCR giảm thì rủi ro sẽ tăng lên.

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

Phân tích Chỉ số Bù đắp Nợ

Chỉ số bù đắp nợ x Chỉ số Khoản vay đối với giá trị x Hằng số tài sản thế chấp**

1.3 x 65.0% x 0.16386 = 0.13846

Tỷ suất vốn hoá = **13.85%**

* Giai đoạn nắm giữ tài sản đầu tư: 8

** Biến số Hằng số tài sản thế chấp: Tỷ lệ: **14.50%** Thời hạn: **15**

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thể chấp

Valuation Analysis

Prepared By: Demo User
 Analysis Date: 10/11/2008
 Property Address: 1 Income Place, MyCity, MyState 01234
 Number of Units: 118 45,001

Unit	Income	Calculation Method	# Units or m² Size	Annual	% of PGI
Retail Areas	\$70.00	\$/m²	3,400	\$238,000	11.8%
Furnished Apartments	\$1,350.00	\$/Mo.	30	\$486,000	24.1%
Furnished Apartments	\$1,200.00	\$/Mo.	65	\$936,000	46.4%
1 Bedroom Units	\$1,000.00	\$/Mo.	23	\$276,000	13.7%
Motorbike Parking	\$35.00	\$/Mo.	110	\$46,200	2.3%
Garaging	\$110.00	\$/Mo.	25	\$33,000	1.6%
Basement Stores					

Potential Gross Income (PGI):		\$2,015,200	100.0%
Vacancy and Collection Loss: <u>5.00%</u>		\$100,760	
Other Income:			
Effective Gross Income (EGI):		\$1,914,440	95.0%

Expenses	Amount \$ or %	Calculation Method	Annual	\$/Unit
Audit Fees	1.00%	% of EGI	\$19,144	\$162.24
Bulding Maintenance	\$8,000.00	Lump Sum	\$8,000	\$67.80
Lift and Aircon Maintenance	\$5,000.00	Lump Sum	\$5,000	\$42.37
Garden Maintenance	\$1,500.00	Lump Sum	\$1,500	\$12.71
Insurance	0.20%	% of Value	\$42,600	\$361.02
Lift and Aircon Maintenance	\$5,000.00	Lump Sum	\$5,000	\$42.37
Management Fees	\$75,000.00	Lump Sum	\$75,000	\$635.59
Operating Costs	\$24,000.00	Lump Sum	\$24,000	\$203.39
Reception Areas	\$12,000.00	Lump Sum	\$12,000	\$101.69
Refuse and Cleaning	\$10,000.00	Lump Sum	\$10,000	\$84.75
Operating Costs	\$6,000.00	Lump Sum	\$6,000	\$50.85
Security	\$5,000.00	Lump Sum	\$5,000	\$42.37

Total Expenses:	\$213,244	\$1,807.16
Expense Ratio (Expenses/EGI):	11.1%	
Reimbursable Expenses:		

Net Operating Income (NOI):	\$1,701,196	\$14,416.91
Capitalization Rate:	14.50%	
Value:	\$11,732,383	\$99,426.98
Rounded:	\$11,700,000	\$99,152.54

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

■ Lợi tức hàng năm:

- Là NOI sau khi trừ nợ đã thảo luận ở trên, dưới hình thức phần trăm.
- Đây là giải pháp tài chính đặc biệt quan trọng với bất động sản có giá trị cao hơn.
- Và lợi tức này nên mức độ phù hợp để khuyến khích một nhà đầu tư đầu tư vào bất động sản chỉ định.
- Con số này không phản ánh lợi tức cuối cùng từ đầu tư ban đầu (đặt cọc), mà là lượng tiền mặt hàng năm quay trở lại cho nhà đầu tư, hoặc Tỷ suất lợi nhuận tối thiểu được thể hiện là phần trăm của trả bằng tiền mặt.
- Cũng liên quan đến cổ tức vốn cổ phần.

■ Tổng lợi nhuận (tỷ suất lãi vốn cổ phần) mà nhà đầu tư thu được là một công thức gồm 3 yếu tố :

- Cổ tức vốn cổ phần
- Tăng giá bất động sản
- Góp Vốn cổ phần (Đặt cọc cho bất động sản)

Cung cấp vốn cổ phần từ tài sản thế chấp

Kiểm tra giá trị

Biện pháp

Ghi chú

Thu nhập thuần từ hoạt động

\$1,701,196

Trước thu nhập thuế từ phân tích định giá .

Dịch vụ Thuế

(\$1,249,605)

Dịch vụ thuế được tính toán từ Phân tích Vốn cổ phần Tài sản thế chấp ở trên và đưa ra giá trị.

Chỉ số bù đắp Nợ

1.36

Đây là số lượng mà NOI nhiều hơn nợ. Trong trường hợp này, chỉ số lớn hơn 1.2 nói chung được hầu hết các tổ chức cho vay cho là hợp lý tùy thuộc vào yếu tố rủi ro của bất động sản.

Cổ tức vốn cổ phần

\$451,590

11.0%

Đây là lợi tức hàng năm từ số tiền đầu tư. Tổng lợi tức có thể cao hơn hoặc thấp hơn phụ thuộc vào việc tăng giá và đặt cọc tài sản thế chấp. Trong trường hợp này, tỷ lệ lớn hơn 10% thường là đủ để khuyến khích các nhà đầu tư.

Dòng tiền chiết khấu (DCF)

Tiêu đề phụ

- Phân tích một dòng tiền chiết khấu có thể được thực hiện qua việc chiết khấu (1) thu nhập theo hợp đồng được biết cho giai đoạn dự tính (điển hình là 5 năm hoặc lâu hơn) và (2) tác động ở giai đoạn cuối cùng khi kết thúc giai đoạn dự tính riêng rẽ.
- Cả dự tính riêng rẽ và tác động cuối cùng đều được chiết khấu về giá trị hiện tại, đến ngày phân tích bằng việc sử dụng một mức lợi tức theo yêu cầu, hay tỷ lệ chiết khấu. Trong việc sử dụng phân tích thu nhập chiết khấu, điều quan trọng cần lưu ý là:
 - 1. *tỷ lệ chiết khấu phản ánh lợi tức hàng năm cần có mà một nhà đầu tư giả định kỳ vọng nhận được từ dòng thu nhập dự tính để hỗ trợ giá trị biểu thị hoặc giá mua dự tính, và*
 - 2. *tỷ lệ chiết khấu không bao gồm tốc độ tăng trưởng đều đặn cho dòng thu nhập dự tính; thực tế tỷ lệ tăng trưởng này vốn có thể thay đổi theo giai đoạn dự tính, được phản ánh trong dự tính thu nhập định kỳ.*

Dòng tiền chiết khấu (DCF)

- Một trong những lợi ích lớn nhất của việc sử dụng phân tích dòng tiền chiết khấu là nó cho phép thu nhập theo hợp đồng được biết được dự tính là sẽ tăng trưởng (hoặc suy giảm) ở những mức độ khác nhau theo thời gian.
- Những kịch bản khác nhau phản ánh mức thu nhập dự tính khác nhau có thể được phân tích với tỷ lệ chiết khấu lựa chọn.
- Một bất cập của phương pháp này là sử dụng tỷ suất vốn hoá thoái vốn vào cuối giai đoạn. Điều này là khó khi cố xác định tỷ lệ vốn hoá hiện tại trong khi còn nhiều năm nữa

Dòng tiền chiết khấu (DCF)

- Dưới đây là những nguyên tắc cơ bản của Dòng tiền Chiết khấu:
 - Khi đánh giá đầu tư nhiều giai đoạn, khi mà lợi nhuận và chi phí kỳ vọng và dòng tiền vào và ra có liên quan tăng lên theo thời gian, giá trị thời gian của tiền cần được tính đến.
 - Giá trị thời gian của tiền cần được thể hiện chi phí cơ hội của tiền vốn.
 - Tỷ lệ chiết khấu được sử dụng để tính toán NPV trong phân tích DCF cần phản ánh đúng rủi ro hệ thống của dòng tiền liên quan đến dự án đang được thẩm định, chứ không phải rủi ro hệ thống của tổ chức thực hiện dự án.
 - Một quyết định quan trọng phụ thuộc vào hiểu biết công việc và phương pháp DCF đúng đắn. Phân tích DCF nên được xem xét và diễn giải liên quan đến chiến lược của tổ chức và vị thế kinh tế và khả năng cạnh tranh.

Dòng tiền chiết khấu(DCF)

- Dòng tiền cần được tính toán tăng dần để phân tích DCF chỉ nên xem xét dòng tiền kỳ vọng có thể thay đổi nếu đề xuất đầu tư được thực hiện. Giá trị của đầu tư phụ thuộc vào tất cả dòng tiền vào và ra liên quan và bổ sung kể từ khi chấp nhận dự án.
- Và chi tiêu trước đây cần được coi là dòng tiền đã đi ra không thể nào thay đổi được (và không phải là chi phí cộng dồn) mà cần phải bỏ qua thậm chí nếu đã được đưa vào phân tích dòng tiền trước đó.

Dòng tiền chiết khấu(DCF)

- Tất cả các giả định được sử dụng để thực hiện phân tích DCF, và trong việc đánh giá dự án đầu tư đề xuất cần được hỗ trợ bởi đánh giá hợp lý, đặc biệt là khi các nhân tố khó xác định và tiên lượng được.
- Sử dụng những kỹ năng như là phân tích độ nhạy cảm để xác định những biến số và rủi ro chủ chốt giúp phản ánh những tình huống xấu nhất và nhất là tốt nhất có thể và do đó có thể hỗ trợ việc đánh giá hợp lý.
- Rà soát sau khi thực hiện hay kiểm toán một quyết định đầu tư nên bao gồm việc đánh giá quy trình ra quyết định và kết quả, lợi ích và đầu ra của quyết định.



Các chỉ số Đầu tư và Thẩm định giá Bất động sản tại Việt Nam tháng 11/2008

Phần 3

Người trình bày Colin Wood

- Đây là tổng lợi tức tối thiểu cần có mà các nhà đầu tư tiềm năng yêu cầu để lôi kéo họ đầu tư vào bất động sản. Được biết đến là lợi tức tối thiểu (tỷ lệ lợi nhuận từ thu nhập cộng với tăng vốn kỳ vọng).
- Nó thể hiện chi phí cơ hội của việc không đầu tư vào bất động sản; do đó nó là tỷ lệ chiết khấu chính xác được sử dụng để thẩm định giá và nghiên cứu khả thi.



Lợi tức tối thiểu

- Đồng nghĩa với Lợi tức tối thiểu là Tổng lợi nhuận cần có, Tỷ lệ lợi nhuận theo giá thị trường hay Chi phí Vốn (không được nhầm với chi phí vốn vay).
- Hầu hết các nhà đầu tư tính toán giá trị của bất động sản tạo ra thu nhập bằng việc sử dụng phương pháp vốn hoá-thu nhập. Kể cả nghiên cứu khả thi thường được đánh giá trên cơ sở lợi nhuận thu nhập ban đầu chấp nhận được là bao nhiêu.
- Vì lý do đó, có rất nhiều thông tin đáng tin cậy có liên quan về tỷ lệ vốn hoá thị trường hay lợi nhuận từ thu nhập mà nhà đầu tư yêu cầu, trên một thị trường sôi động.
- Tuy nhiên, ngược lại với những gì mà các trường kinh doanh đã dạy chúng ta trong hàng thập kỷ qua, lợi tức tối thiểu hiếm khi được sử dụng như là một tiêu chí đầu tư khi thực hiện nghiên cứu khả thi.

- Vì thế, có nhiều chuyên gia đầu tư bất động sản nhưng không phải tất cả đều biết chắc về lợi tức tối thiểu (tổng mức lợi nhuận tối thiểu mà các tổ chức cần có để tiến hành đầu tư).
- Đây là một điều rất đáng tiếc bởi vì thậm chí khi sử dụng vốn hoá như là phương pháp thẩm định giá chủ yếu thì phương pháp chiết khấu – yêu cầu có tỷ lệ chiết khấu — trong hầu hết thời gian vẫn được nhắc đến khi đánh giá bất động sản tạo ra thu nhập (nên nhớ, tỷ lệ chiết khấu bằng tỷ lệ lợi tức tối thiểu).
- Bất chấp việc lơ là sử dụng lợi tức tối thiểu, những điều tra cho thấy có sự gia tăng về sử dụng và hiểu biết thuật ngữ này.

- Câu hỏi đặt ra ở đây có nhiều câu trả lời khác nhau như sau:
 - *Theo ý kiến của bạn, hiện tại tỷ lệ hoàn vốn nội bộ hoặc lợi tức tối thiểu kỳ vọng là bao nhiêu (%) mà ở tỷ lệ đó tổ chức của bạn sẽ đầu tư bất động sản ... giả thiết lộ trình thời gian là 5 năm?*
- Cần lưu ý thực tế là câu hỏi đưa ra 5 năm như là lộ trình bởi từ bằng chứng có tính giai thoại thì khá là chắc rằng đây là thời hạn điển hình mà các nhà đầu tư cũng như chuyên viên thẩm định giá sử dụng mà trong một vài trường hợp này khi họ tính chiết khấu hay tính IRR.
 - *(Lưu ý rằng khi chúng ta nói rằng nghiên cứu khả thi được thực hiện trong lộ trình 5 năm, chúng ta không mong muốn hàm ý là các nhà đầu tư nhất thiết phải có kế hoạch bán bất động sản đó vào cuối năm thứ 5). Sau năm thứ 5 đến năm thứ 8, số lượng chiết khấu trở nên không đáng kể khi đây là tỷ lệ vốn hoá cuối cùng.*
- Tuy nhiên, trong tính toán khả thi có thể có vấn đề khi cố gắng và dự đoán tăng trưởng cho thuê và lạm phát chi phí hoạt động trong giai đoạn dài hơn 5 năm.

- Lợi tức tối thiểu không phải là WACC khi mà phần vốn cổ phần, bằng lợi nhuận trung bình tính trước của bất động sản niêm yết và phần nợ bằng tỷ lệ hoán đổi 5 năm, mà sau đó tính toán mức trung bình và bổ sung một mức tùy ý cho những hạng mục khác như là thời hạn và thiếu tính thanh khoản
- Các công ty và các nhà kinh doanh bất động sản có thể đầu tư dưới hoặc hơn nếu họ không điều chỉnh lợi tức tối thiểu của mình khi điều kiện thị trường thay đổi. Trong một môi trường khi chi phí vốn cổ phần và chi phí nợ đang giảm, nếu các công ty không theo đó mà hạ thấp lợi tức tối thiểu của mình thì họ có thể có rủi ro đầu tư dưới ngưỡng. Tương tự, trong một môi trường chi phí vốn gia tăng như là hiện tại đang diễn ra các công ty nào không điều chỉnh lợi tức tối thiểu của mình tăng lên thì sẽ chịu hậu quả củ việc đầu tư quá ngưỡng.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Có một vài phương thức để ước tính chi phí vốn cổ phần. Đầu tiên, và có thể là phương thức được biết đến nhiều nhất là Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- CAPM, dựa trên Lý thuyết Danh mục của Markowitz và được phát triển thêm nữa bởi William Sharpe năm 1964, được xem như là bước đột phá quan trọng trong kinh tế học tài chính hiện đại.
- CAPM được xây dựng để dự đoán mối quan hệ giữa (1) rủi ro của một tài sản và (2) lợi tức dự tính của nó. Trong khi CAPM nguyên thủy được xây dựng để phân tích chứng khoán theo thị trường, các nhà phân tích phát hiện ra CAPM là một phương pháp thiết thực để ước tính tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng cho tài sản không trao đổi trên thị trường công khai được.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- CAPM thừa nhận rằng mỗi khoản đầu tư đều có hai rủi ro riêng biệt. Những rủi ro này được xác định là (1) rủi ro hệ thống và (2) rủi ro không hệ thống. Rủi ro hệ thống là rủi ro liên quan đến thị trường nói chung hay nói cách khác một rủi ro không thể loại trừ được thông qua đa dạng hoá.
- Phương pháp này về rủi ro hệ thống thường liên quan đến "beta" cho một danh mục cụ thể nào đó. Loại rủi ro thứ hai, rủi ro không hệ thống liên quan cụ thể đến đầu tư hoặc một tài sản cụ thể. Ngược lại với rủi ro hệ thống, rủi ro không hệ thống thường được giảm thiểu thông qua đa dạng hoá dựa trên James Tobin
- Trong khi CAPM áp dụng khá dễ dàng, một nhà phân tích cần hiểu được giả định hiện tại của mô hình này.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

■ Những giả định bao gồm:

- Các nhà đầu tư ghét rủi ro.
- Những nhà đầu tư hợp lý tìm cách nắm giữ danh mục hiệu quả - nói cách khác, các danh mục được đa dạng hoá đầy đủ.
- Tất cả các nhà đầu tư lộ trình thời gian giống nhau.
- Tất cả các nhà đầu tư đều có kỳ vọng giống nhau về tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng.
- Tất cả các nhà đầu tư không phải trả thuế đối với các khoản lợi nhuận và không mất chi phí giao dịch.
- Lãi suất nhận được từ việc cho vay tiền không phải là chi phí vay tiền.
- Thị trường có tính dùng hết và tính thanh khoản hoàn hảo.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- CAPM được dựa trên giả thiết là một nhà đầu tư hợp lý kỳ vọng thu được tỷ lệ lợi nhuận lớn hơn tỷ lệ lợi nhuận không rủi ro khi đầu tư vào một tài sản, bất động sản, hay lĩnh vực kinh doanh có rủi ro lớn hơn môi trường không có rủi ro. Tỷ lệ lợi nhuận dồn tích này bù đắp cho nhà đầu tư khi chấp nhận mức độ rủi ro đầu tư lớn hơn gọi là phí bảo hiểm rủi ro.
- CAPM nguyên thủy được xây dựng để phân tích và ước tính tỷ lệ lợi nhuận từ chứng khoán cổ phần thị trường vốn. CAPM được sử dụng nhiều nhất để phân tích và ước tính tỷ lệ lợi nhuận về đầu tư vào chứng khoán cổ phần thị trường vốn. Do đó, trong văn bản phát ngôn của CAPM, phí bảo hiểm rủi ro đầu tư này thường hay được gọi nhiều nhất là phí bảo hiểm rủi ro vốn cổ phần.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Phương trình CAPM được thể hiện như sau:

$$E(R_i) = R_f + B(RP_m)$$

Trong đó:

- $E(R_i)$ = Tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng (chi phí vốn cổ phần cho chứng khoán cổ phần) cho một tài sản, bất động sản hoặc đầu tư lĩnh vực kinh doanh.
- R_f = Tỷ lệ lợi nhuận trên thị trường không rủi ro
- B = Beta
- RP_m = Phí bảo hiểm rủi ro cho thị trường mà đầu tư chỉ định giao dịch (ví dụ mức phí bảo hiểm rủi ro cổ phần dựa trên thị trường vốn cho chứng khoán cổ phần)

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Tỷ lệ lợi nhuận không rủi ro thường được thể hiện lãi suất của trái phiếu Kho bạc Mỹ, về bản chất được coi như là không có rủi ro hoặc mức giá quy định để mua được ở một nước nào đó.
- Phí bảo hiểm rủi ro cổ phần là một biện pháp của lợi tức đòn tích cần có để bồi thường cho nhà đầu tư giả định mức độ rủi ro đầu tư lớn hơn đầu tư không rủi ro. Trong CAPM, phí bảo hiểm rủi ro cổ phần này được điều chỉnh bằng beta (B)—một biện pháp rủi ro cả thị trường, có tính hệ thống. Hệ số beta trong CAPM tính đến độ nhạy cảm của lợi nhuận đối với đầu tư được chỉ định so với những biến động về lợi nhuận trên cả thị trường.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Beta, một phương pháp rủi ro hệ thống, có chức năng của mối quan hệ giữa (1) lợi nhuận từ một chứng khoán riêng lẻ và (2) lợi nhuận từ thị trường—được đánh giá bởi các chỉ số thị trường phổ biến như Standard and Poor's 500, the New York Stock Exchange Composite, the Russell 1000, Russell 2000, và .v..v...
- Tính đến việc có nhiều nguồn dữ liệu được sử dụng để tính toán beta—không một nguồn duy nhất nào được chấp nhận—thường hay có những vấn đề với việc so sánh beta và tính toán beta.
- Những vấn đề về phương pháp này là do khác biệt về (1) nguồn dữ liệu, (2) khoảng cách của các đánh giá và (3) khoảng thời gian đánh giá

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Do những khác biệt về việc làm thế nào những dịch vụ khác nhau tính toán được beta, một cách phổ biến là có hai (hoặc hơn) dịch vụ báo cáo tính toán beta khác nhau cho cùng một chứng khoán vào một thời điểm nào đó.
- Khi sử dụng CAPM để đánh giá tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng, nhà phân tích gặp phải vấn đề xác định cách thức hợp lý cho beta. Nhà phân tích có một số giải pháp để giải quyết vấn đề này như là:
 - *Nhà phân tích có thể sử dụng beta của công ty sở hữu tài sản trí tuệ như là cơ sở cho beta sở hữu trí tuệ nên được sử dụng.*
 - *Phương pháp này tính toán beta giả thiết rằng tài sản trí tuệ chỉ định do công ty sở hữu mà công ty này có chứng khoán được niêm yết giao dịch công khai.*
 - *Cũng có giả thiết rằng chứng khoán niêm yết giao dịch công khai được giao dịch đủ thường xuyên để tính toán beta*

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Nhà phân tích có thể dựa vào beta tổng hợp cho các công ty niêm yết giao dịch mà (a) hoạt động trong cùng một ngành khi công ty này sở hữu tài sản trí tuệ chỉ định và (b) cùng có tài sản trí tuệ tương tự.
- Nhà phân tích có thể dựa vào beta tổng hợp đối với các công ty niêm yết sở hữu một số lượng lớn các tài sản trí tuệ tương tự với tài sản trí tuệ chỉ định; mặc dù những công ty niêm yết giao dịch không nhất thiết phải hoạt động trong lĩnh vực của tài sản được chỉ định.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Trong khi tất cả các tình huống được miêu tả ở trên giả thiết rằng tài sản trí tuệ được chỉ định do một công ty sở hữu, có những tình huống mà tài sản trí tuệ được sở hữu bởi một cá nhân.
- Trong những tình huống này, không thể đánh giá beta cho một chủ sở hữu/hoạt động cá nhân. Kết quả là, nhà phân tích thường được yêu cầu nghiên cứu rủi ro hệ thống tổng thể nằm bên trong công ty niêm yết giao dịch mà công ty này là người sử dụng hợp pháp tài sản trí tuệ được chỉ định.
- Phân tích này có sự tham gia đánh giá beta của các công ty niêm yết giao dịch có lợi nhuận từ việc cấp phép patent, bản quyền, thương hiệu hoặc bí mật thương mại.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Một loại phí bảo hiểm rủi ro thị trường được sử dụng rộng rãi trong CAPM là phí bảo hiểm rủi ro chứng khoán dài hạn được tính toán bởi Ibbotson Associates. Phí bảo hiểm rủi ro được tính là sự khác nhau giữa
 - (1) tổng lợi nhuận chứng khoán của công ty lớn theo lịch sử
 - (2) lợi nhuận thu nhập theo lịch sử từ trái phiếu chính phủ dài hạn.
- Phí bảo hiểm rủi ro vốn cổ phần được thể hiện như sau:

$$RP_m = TR_{lcs} - IR_{ltb}$$

Trong đó:

- RP_m = Phí bảo hiểm rủi ro cho thị trường theo đó đầu tư được chỉ định giao dịch (ví dụ phí bảo hiểm vốn cổ phần dựa trên thị trường vốn cho chứng khoán)
- TR_{lcs} = Tổng lợi nhuận của các công ty lớn
- IR_{ltb} = Lợi nhuận từ thu nhập trên các trái phiếu chính phủ dài hạn

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Để tính toán theo cách trên, Ibbotson Associates đánh giá lợi tức từ chứng khoán của các công ty lớn theo lịch sử tổng lợi nhuận trên S&P 500. Việc đánh giá lợi nhuận thu nhập từ trái phiếu chính phủ dài hạn liên quan đến lợi tức thu nhập lịch sử mà trái phiếu chính phủ tạo ra trong thời hạn gần 10 đến 20 năm.
- Trong khi CAPM đặc biệt hữu ích trong việc ước tính tỷ suất lợi nhuận từ chứng khoán cổ phần giao dịch công khai, mô hình này có những hạn chế khi được sử dụng để ước tính lợi tức cần thiết từ đầu tư vào tài sản trí tuệ. Một số hạn chế này của CAPM gồm có:
- CAPM được xây dựng cho mục đích thẩm định giá/định giá những chứng khoán giao dịch công khai - trước hết là cổ phiếu; CAPM không được phát triển cho việc sử dụng phân tích kinh tế của các tài sản trí tuệ giao dịch không công khai.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Một cấu phần cơ bản của CAPM là beta có thể được đánh giá một cách dễ dàng từ những dữ liệu định giá thị trường vốn có sẵn khi định giá/thẩm định giá một chứng khoán cổ phần. Ngược lại, không có dữ liệu thị trường so sánh để sử dụng trong việc đánh giá beta của tài sản trí tuệ.
- CAPM được dựa trên giả định rằng nhà đầu tư kỳ vọng sẽ thu được phí bảo hiểm rủi ro cổ phần liên quan đến đầu tư vào chứng khoán cổ phần có rủi ro lớn hơn đầu tư không rủi ro. Đánh giá phí bảo hiểm rủi ro cổ phần này thường được dựa trên tỷ lệ lợi nhuận theo lịch sử của các chỉ số phổ biến của chứng khoán cổ phần. Trong khi phí bảo hiểm rủi ro cổ phần này phù hợp cho phân tích chứng khoán cổ phần, một mức phí bảo hiểm rủi ro bổ sung có thể phù hợp nếu tài sản trí tuệ có rủi ro lớn hơn kinh doanh sở hữu/điều hành tài sản trí tuệ đó.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Trong khi phương trình trên thể hiện CAPM trên nền tảng cơ sở của mình thì mô hình này đã được nâng cấp trong nhiều năm qua phản ánh rủi ro bổ sung thường đi kèm với đầu tư ngoài chứng khoán cổ phần được giao dịch công khai.
- Những nâng cấp mô hình như vậy bao gồm bổ sung nhiều phí rủi ro bảo hiểm khác nhau cho
 - (1) quy mô của đầu tư được chỉ định,
 - (2) tính không thanh khoản của đầu tư được chỉ định, và
 - (3) rất nhiều nhân tố rủi ro không hệ thống, liên quan cụ thể đến đầu tư.
- Đối với phân tích tài sản trí tuệ, CAPM cơ bản có thể được mở rộng để bao gồm cả đánh giá về phí bảo hiểm rủi ro liên quan đến đầu tư tài sản trí tuệ.
- Phí bảo hiểm rủi ro liên quan đến tài sản trí tuệ như vậy cần dựa vào:

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Thể loại phân tích kinh tế được chỉ định (tức là thẩm định giá, thiệt hại hoặc chuyển đổi định giá);
- Thể loại tài sản trí tuệ sẽ phân tích (tức là bản quyền, patent, thương hiệu, bí mật thương mại, v...v.);
- Những yếu tố ngành liên quan đến việc sử dụng hiện tại và kỳ vọng tài sản trí tuệ;
- Vòng đời hữu ích còn lại của tài sản trí tuệ được chỉ định;
- Cạnh tranh liên quan đến việc sẵn có/sử dụng tài sản trí tuệ thay thế;
- Cạnh tranh liên quan đến phát triển/thương mại hoá tài sản trí tuệ mới;
- Cạnh tranh đối với người sở hữu/điều hành doanh nghiệp có tài sản trí tuệ;
- Sáng tạo/lạc hậu của tài sản trí tuệ được chỉ định (và đối với tài sản trí tuệ cạnh tranh tiềm năng và thực tế); và những nhân tố khác có liên quan.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Bằng cách cân nhắc những yếu tố này và nhân tố khác, phương trình CAPM cơ bản được mở rộng như sau:

$$E(R_i) = R_f + B(RP_m) + RP_{ip}$$

Trong đó:

- $E(R_i)$ = Lợi tức kỳ vọng cho một đầu tư nào đó.
- R_f = Lợi tức trên đầu tư không rủi ro
- B = Beta
- RP_m = phí bảo hiểm rủi ro cổ phần nói chung, rút ra từ thị trường vốn nói chung
- RP_{ip} = Phí bảo hiểm rủi ro bổ sung đi kèm với các nhân tố cụ thể về tài sản trí tuệ

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Phí bảo hiểm rủi ro cổ phần mở rộng của Ibbotson có thể là đủ dùng trong CAPM khi đánh giá lợi tức cần thiết đối với chứng khoán cổ phần, nhưng có thể chưa nắm bắt hết tất cả các rủi ro dồn tích (và kết quả là lợi tức cao hơn) mà điều này nằm trong tài sản trí tuệ. Kết quả là, một nhà phân tích sẽ theo thông lệ đưa vào phí bảo hiểm rủi ro bổ sung liên quan cụ thể đến tài sản trí tuệ được chỉ định.
- Dựa trên sự so sánh các khía cạnh về (1) tài sản trí tuệ và (2) chứng khoán cổ phần điển hình, trường hợp thường thấy là tài sản trí tuệ sẽ bảo đảm một lợi tức cần thiết cao hơn lợi tức lấy ra cho chứng khoán cổ phần giao dịch công khai. Trong khi khái niệm này có vẻ trực quan thì việc lượng hoá chính xác không đơn giản lắm.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Không giống như chứng khoán cổ phần, tài sản trí tuệ có vòng đời hữu dụng ngắn. Tài sản trí tuệ nói chung là được coi là rủi ro hơn chứng khoán cổ phần. Ngược lại, (1) thương mại hoá và tiềm năng cấp phép và (2) bảo hộ về mặt luật pháp/tư thế về mặt pháp lý liên quan đến tài sản trí tuệ nói chung khiến chúng ít rủi ro hơn những tài sản vô hình khác.
- Kết quả là, lợi tức cần thiết cho tài sản trí tuệ thường dao động từ (1) mức thấp tương ứng lợi tức cần thiết của chứng khoán cổ phần của công ty sở hữu tài sản trí tuệ (2) mức cao tương ứng với lợi tức cần thiết của các tài sản vô hình khác của công ty.
- Điều quan trọng cần lưu ý là không có mô hình hay công thức cụ thể nào để lượng hoá chính xác phí bảo hiểm rủi ro cụ thể liên quan đến tài sản trí tuệ. Cuối cùng là việc điều chỉnh lợi suất cần thiết dựa trên kinh nghiệm và đánh giá của nhà phân tích.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

■ Mô hình xây dựng

- Một phương pháp thứ hai để ước tính tỷ suất chiết khấu trong phân tích tài sản trí tuệ là mô hình gây dựng.
- Mô hình gây dựng là khái niệm anh em họ với CAPM theo nghĩa là nó bao gồm (1) tỷ lệ không rủi ro lợi nhuận và (2) nhiều cấu phần phí bảo hiểm rủi ro cổ phần giống nhau như CAPM.
- Sự khác biệt lớn giữa hai phương pháp là ở chỗ mô hình gây dựng không bao gồm yếu tố beta để nắm bắt yếu tố rủi ro hệ thống.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Về mặt đại số, mô hình gây dựng được thể hiện như sau:

$$E(R_i) = R_f + RP_m + RP_s + RP_{ip}$$

- Trong đó:

- $E(R_i)$ = Lợi tức kỳ vọng (ví dụ chi phí vốn cổ phần cho chứng khoán cổ phần) cho một đầu tư nhất định.
- R_f = Lợi tức từ đầu tư không rủi ro
- RP_m = Phí bảo hiểm rủi ro cho thị trường trong đó đầu tư được chỉ định giao dịch
- RP_s = Phí bảo hiểm rủi ro liên quan đến quy mô
- RP_{ip} = Phí bảo hiểm rủi ro liên quan đến tài sản trí tuệ – những nhân tố cụ thể

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Mô hình gây dựng nói trên có phí bảo hiểm rủi ro liên quan đến quy mô đầu tư. Trong khi CAPM cơ bản không bao gồm phí bảo hiểm rủi ro liên quan cụ thể đến quy mô này thì cần lưu ý rằng CAPM cơ bản đã được điều chỉnh theo thời gian để bao gồm cân nhắc về phí bảo hiểm rủi ro cho quy mô đầu tư.
- Nhà phân tích điển hình đưa vào phí bảo hiểm rủi ro cho quy mô đầu tư khi đánh giá chứng khoán cổ phần của các công ty vốn hoá loại nhỏ. Tuy nhiên, phí bảo hiểm rủi ro liên quan đến quy mô không được sử dụng phổ biến trong phân tích tài sản trí tuệ.
- Về sự giống nhau về khái niệm giữa CAPM và mô hình gây dựng—và bỏ qua phí bảo hiểm rủi ro liên quan đến quy mô đầu tư—cần lưu ý rằng hai phương pháp đưa ra kết luận về tỷ suất chiết khấu giống nhau khi nhân tố beta (hiển hiện ở CAPM, ẩn giấu ở mô hình gây dựng) bằng một.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Giống như CAPM, mô hình gây dựng ước tính chi phí vốn cổ phần. Do đó, tỷ lệ chiết khấu lấy từ mô hình gây dựng tương ứng với quy mô thu nhập có sẵn cho nhà đầu tư trong chứng khoán cổ phần.
- Để phù hợp với sắp xếp của chúng ta về (1) tỷ suất chiết khấu và (2) dòng thu nhập kinh tế, điều quan trọng là tỷ lệ chiết khấu lấy từ mô hình gây dựng được áp dụng cho dòng thu nhập phù hợp (nghĩa là dòng tiền sau thuế).
- Điều này cũng sẽ đúng nếu mô hình gây dựng được mở rộng để bao gồm cả nhân tố rủi ro liên quan cụ thể đến tài sản trí tuệ.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Giống như tỷ suất chiết khấu CAPM, tỷ suất chiết khấu của mô hình gây dựng có thể được chuyển đổi tỷ suất vốn hoá và được sử dụng trong phân tích vốn hoá trực tiếp.
- Việc sử dụng tỷ lệ vốn hoá trực tiếp - ngược với tỷ suất chiết khấu—sẽ là đúng đắn trong những tình huống khi
 - (1) thu nhập kinh tế của thương hiệu được ước tính là hoặc (a) vẫn không thay đổi hoặc (b) tăng/giảm với tốc độ đều đặn trong giai đoạn vốn hoá và
 - (2) vòng đời hữu dụng còn lại của thương hiệu được kỳ vọng là dài đến mức thu nhập kinh tế dự tính có thể được phân tích như là một khoản hàng năm mãi mãi.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Điều cần lưu ý là các nguồn được sử dụng để ước tính phí bảo hiểm rủi ro vốn cổ phần trong CAPM giống như các nguồn được sử dụng để ước tính phí bảo hiểm rủi ro vốn cổ phần trong mô hình gây dựng. Như đã nêu ở trên, những nguồn được sử dụng nhiều nhất cho loại phí bảo hiểm cụ thể này nằm ở tài liệu xuất bản của Ibbotson Associates.
- Việc áp dụng phí bảo hiểm rủi ro cụ thể về tài sản trí tuệ sử dụng mô hình gây dựng giống như việc áp dụng sử dụng CAPM. Không có mô hình cụ thể nào hay công thức nào cho việc lượng hoá phí bảo hiểm rủi ro liên quan cụ thể đến tài sản trí tuệ. Việc điều chỉnh lợi tức theo yêu cầu dựa trên kinh nghiệm và đánh giá của nhà phân tích.

CAPM (Mô hình định giá Tài sản Vốn)

- Trong những năm gần đây, Ibbotson Associates đã có những bước tiến trong việc điều chỉnh mô hình gây dựng để bao gồm nhân tố rủi ro liên quan cụ thể đến ngành. Việc điều chỉnh bao gồm việc sử dụng thông tin beta từ các công ty trong một ngành nhất định để đánh giá các yếu tố rủi ro của ngành đó.

Những tính toán của Ibbotson Associates bắt nguồn từ một loạt những phí của ngành được phân loại theo mã phân loại ngành theo chuẩn (SIC). Những phí này như được trích dẫn trong Sách thường niên về Cổ phiếu, Trái phiếu, Trái phiếu chính phủ và Lạm phát- Biên tập Thẩm định giá, được sử dụng khi kết hợp với mô hình gây dựng—để ước tính chi phí vốn.

- Về mặt số học, mô hình gây dựng như đã được điều chỉnh cho phí cụ thể của từng ngành được thể hiện như sau::

CAPM (Mô Hình Định Giá Tài Sản Vốn)

$$E(R_i) = R_f + R_{Pm} + R_{Ps} + R_{Pi} + R_{Pip}$$

Với:

- $E(R_i)$ = Lợi nhuận kỳ vọng (ví dụ: chi phí vốn chủ sở hữu chứng khoán) cost of equity capital for an equity security).
- R_f = Lợi nhuận của khoản đầu tư phi rủi ro
- R_{Pm} = Yếu tố rủi ro của khoản đầu tư trên thị trường
- R_{Ps} = Yếu tố rủi ro liên quan đến quy mô
- R_{Pi} = Yếu tố rủi ro liên quan đến ngành
- R_{Pip} = Các yếu tố rủi ro riêng liên quan tới giá trị tài sản trí tuệ

CAPM (Mô Hình Định Giá Tài Sản Vốn)

- Những ví dụ sau đây sẽ chứng minh rằng lợi nhuận kỳ vọng phụ thuộc nhiều vào vốn chủ sở hữu. Khi vốn chủ sở hữu tăng, tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng này giảm, do vậy giá trị đầu tư tăng lên. Những tỷ lệ đã sử dụng được tổng hợp, phân tích từ những dữ liệu đã có và những dự đoán trong tương lai.

Vốn chủ sở hữu 25.00%

Lãi suất phi rủi ro 15.00%

Beta 1.3

Thuế 25.00%

Chi phí vốn vay 8.353%

Tổng chi phí 23.886%

Vốn vay 75.00%

Lãi suất thị trường 15.41%

Chi phí vốn 14.85%

Chi phí vốn chủ sở hữu 15.533%

CAPM (Mô Hình Định Giá Tài Sản Vốn)

a	Vốn chủ sở hữu	25.00%	
b	Vốn vay	75.00%	
c	Lãi suất phi rủi ro	15.00%	
e	Lãi suất thị trường	15.41%	$l+m$
f	Beta	1.3	
g	Chi phí vốn vay thị trường	14.85%	p
h	Thuế doanh nghiệp	25.00%	
i	Chi phí vốn vay	8.353%	$b'(1-h)'g$
k	Chi phí vốn	15.533%	$c+p(e-c)$
	Tỷ lệ chiết khấu	23.886%	$b'(1-h)'g + ((c+p)(e-c))$

a	Vốn chủ sở hữu	30.00%	
b	Vốn vay	70.00%	
c	Lãi suất phi rủi ro	15.00%	
e	Lãi suất thị trường	15.41%	$l+m$
f	Beta	1.3	
g	Chi phí vốn vay thị trường	14.85%	p
h	Thuế doanh nghiệp	25.00%	
i	Chi phí vốn vay	7.796%	$b'(1-h)'g$
k	Chi phí vốn	15.533%	$c+p(e-c)$
	Tỷ lệ chiết khấu	23.329%	$b'(1-h)'g + ((c+p)(e-c))$

a	Vốn chủ sở hữu	35.00%	
b	Vốn vay	65.00%	
c	Lãi suất phi rủi ro	15.00%	
e	Lãi suất thị trường	15.41%	$l+m$
f	Beta	1.3	
g	Chi phí vốn vay thị trường	14.85%	p
h	Thuế doanh nghiệp	25.00%	
i	Chi phí vốn vay	7.239%	$b'(1-h)'g$
k	Chi phí vốn	15.533%	$c+p(e-c)$
	Tỷ lệ chiết khấu	22.772%	$b'(1-h)'g + ((c+p)(e-c))$

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

- Đây là một câu hỏi khó mà tôi phải đối mặt trong suốt sự nghiệp. Những phân tích về IRR – (tỷ lệ hoàn vốn nội bộ) và NPV- (hiện giá thuần) sẽ cho những kết quả giống nhau nhưng tồn tại một số điểm khác biệt sau đây:
 - NPV- (hiện giá thuần) phụ thuộc vào tỷ lệ chiết khấu, tỷ lệ chiết khấu khác nhau sẽ cho những kết quả hiện giá thuần khác nhau. Đối với IRR- tỷ lệ hoàn vốn nội bộ chỉ có một con số xác định.
 - IRR- tỷ lệ hoàn vốn nội bộ dựa trên nguyên tắc “trial and error” -thử-và-sai do vậy phép tính thường dài dòng hơn so với NPV-hiện giá thuần.
 - Phương pháp NPV- hiện giá thuần bao gồm những sự phát triển thêm trong khi đó IRR thì không.
 - Tỷ lệ thông thường được thể hiện bằng % do vậy tiện dụng cho so sánh. Do đó IRR được ưu tiên hơn NPV.
 - Nếu NPV- hiện giá thuần dương có nghĩa là dự án đầu tư có hiệu quả, đối với IRR- tỷ lệ hoàn vốn nội bộ, quyết định dựa trên IRR không phản ánh được điều này.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

- Sẽ là sai lầm khi cho rằng IRR và NPV cho kết quả giống nhau, Giá trị NPV được thuật lại bằng giá trị đồng tiền và IRR là giá trị phần trăm (%).
- Khi NPV bằng 0, vẫn có giá trị IRR, do vậy khi dự án cho NPV dương, đó là dự án nên đầu tư; và ngược lại khi NPV âm đó là dự án không nên đầu tư trong phương pháp luận DCF- chiết khấu dòng tiền.

Xem xét tới những khía cạnh khác:

- IRR thuận tiện hơn cho nhà đầu tư/quản lý ít phức tạp, nhưng đứng từ góc độ kỹ thuật, NPV là sự lựa chọn quyết định khi đưa ra quyết định đầu tư bởi vì nó đưa ra một bức tranh trung thực hơn so với IRR, nhất là khi dự án có luồng tiền không đều và có những tỷ lệ chiết khấu khác nhau.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

- Ví dụ: Nếu công ty của bạn nhỏ với khả năng huy động vốn. Mỗi đồng tiền chi tiêu đều được cân nhắc kỹ càng, tôi khuyên bạn nên dùng IRR nhằm tối đa hoá khả năng thu hồi vốn của từng đồng bỏ ra. Nếu không có những ràng buộc này tôi sẽ dùng NPV.
- Đôi khi IRR và NPV đưa ra những kết quả đối nghịch nhau (xếp hạng khác nhau), trong trường hợp này bạn nên dùng NPV. Lý do là IRR cho rằng dòng tiền nhận được được tái đầu tư ở tỷ lệ IRR trong trường hợp này là khó.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

- Điểm khác biệt cốt lõi giữa NPV và IRR là:
 - NPV cho ta những con số xác định, “ Nếu đầu tư vào dự án này tôi kiếm được bao nhiêu tiền?”.
 - Trong khi đó IRR cho ta các con số tỷ lệ, “Tôi sẽ lãi bao nhiêu trên mỗi đồng vốn bỏ ra cho dự án này?”.
 - Nếu dùng NPV để so sánh giữa các dự án, có một giả thiết mặc định rằng lượng tiền mặt có sẵn không là vấn đề. Do vậy với NPV, một dự án cần \$300 triệu vốn đầu tư, mang lại \$50 triệu sẽ được xếp hạng cao hơn so với dự án cần \$20 triệu vốn đầu tư mang lại \$40 triệu NPV-hiện giá thuần.
 - So sánh giữa các IRR đưa ra được mức lợi nhuận mong muốn cho mỗi đồng tiền đầu tư. Nếu dùng IRR cho ví dụ trên dự án mang lại \$40 triệu từ \$20 triệu vốn đầu tư có thể được xếp hạng cao nhất.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

- Cần lưu ý khi dùng IRR ví dụ: một dự án cho lợi nhuận 18% hàng năm trong 30 năm, không có nghĩa là toàn bộ cả dự án mang lại 18% trong vòng đời của nó.

Nó có thể đúng tuy nhiên hiểu một cách sâu sắc hơn đó là lợi nhuận đạt được từ vốn đầu tư khi được đầu tư vào dự án.

Cả hai phương pháp IRR và NPV đều cung cấp lượng thông tin giới hạn và hiển nhiên sự kết hợp giữa chúng với một sự nhìn nhận chính xác về dòng tiền sẽ là một cách tốt nhất.

- Trong trường hợp lãi vay đối với dự án liên quan tới tài chính, dễ hiểu là IRR được dùng để tính toán khả năng hồi vốn của chủ sở hữu/nhà đầu tư.

Trong trường hợp đó IRR được so sánh với tỷ lệ tối thiểu được xem như phù hợp với sự rủi ro của dự án, dẫn tới kết quả rằng dự án có hấp dẫn nhà đầu tư bỏ vốn hay không.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

- Tôi tin rằng đó là cách đúng đắn khi nhìn nhận IRR và NPV. IRR có lợi nhất cho việc phân bổ tối đa nguồn vốn chủ sở hữu và giá trị thời gian là quan trọng nhất cho các quỹ đầu tư tư nhân khi đã được xem xét cẩn thận.
- NPV hữu dụng nhất cho phương pháp phân tích DCF-chiết khấu dòng tiền và NPV bao gồm tất cả các chi phí vốn (vốn vay và chủ sở hữu), sử dụng giả thiết Hurdle rate – tỷ lệ chiết khấu, dễ dàng cho việc thực hiện các phương pháp kiểm tra độ nhạy.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

- Một số điểm cần lưu ý khi so sánh NPV và IRR. Khi đi sâu vào những điểm này bạn sẽ thấy được rõ hơn rằng NPV là phương pháp tốt hơn trong việc giải quyết phần lớn các vấn đề.
 - NPV cần sự ước lượng của dòng tiền tương lai và tỷ lệ chiết khấu. Do vậy các lỗi khi dự đoán chúng có ảnh hưởng lớn tới kết quả của NPV.
 - IRR cũng cần sự ước lượng dòng tiền nhưng với cách tính IRR bản thân đã phức tạp do phải dùng một seri “thử-và-lỗi” và một sôa thuật toán ngoại suy. Do vậy nó tương đối khó cho nhà đầu tư ít kinh nghiệm tính toán.
 - IRR không cho chúng ta tự do chiết khấu dòng tiền ở các tỷ lệ chiết khấu khác nhau, trong khi ở NPV điều này là có thể.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

Cho hai dự án khác nhau chúng ta có các tỷ lệ IRR khác nhau điều đó có nghĩa là trong cùng một nền kinh tế, dòng tiền tương lai được tái đầu tư với tỷ lệ khác nhau, đó là điều không thể về mặt lý thuyết.

Mục đích của bất kỳ sự đầu tư nào là tối đa hóa lợi nhuận. NPV làm điều tương tự, khi là nhân tố quyết định sự đầu tư của một dự án dựa trên lợi nhuận cao nhất đạt được trong mọi trường hợp.

Một cách đơn giản, Tôi cần phải hiểu cả hai phương pháp. NPV là một thước đo tin cậy cho việc lựa chọn “Đi/Không-Đi” và việc cân nhắc giữa các dự án so sánh với hurdle rate- tỷ lệ chiết khấu. Đây cũng là sự lựa chọn tốt nhất cho cơ cấu nguồn vốn. Đó là so sánh mức độ đòn bẩy tài chính cho các NPV khác nhau trong cùng một giới hạn rủi ro. Mặc dầu IRR rất hữu dụng, nhưng NPV thì ưu việt hơn.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

Cần nhắc sử dụng NPV bởi vì NPV chỉ ra được lợi nhuận thực.

Tôi tin rằng sự lựa chọn giữa hai phương pháp phụ thuộc vào người phân tích.

- *Nếu tôi là CFO-giám đốc tài chính, tôi sẽ đồng ý rằng NPV sẽ được xếp hạng cao hơn khi đưa ra quyết định đầu tư.*
- *Nếu tôi là nhà đầu tư, người cho vay tiền, tôi sẽ lựa chọn IRR.*

Trong cả hai trường hợp tôi đều muốn hiểu và đồng nhất trong cả giả thiết hoặc tự phân tích giữa trên những giả định của tôi.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

- Một lần nữa tôi muốn nhấn mạnh rằng NPV là phương pháp tốt hơn bởi vì trong cùng một dự án được nhiều sự quan tâm, IRR và NPV có thể cho các kết quả khác nhau liên quan tới tính khả thi của dự án. Do vậy sẽ sáng suốt hơn khi quyết định cuối cùng được thông qua dựa trên NPV.
- Ngoài ra một vài trường hợp khi IRR không thể đưa ra được kết quả đánh giá cuối cùng do việc có nhiều hơn hai dòng tiền âm. Nó có thể đưa ra câu trả lời rất phức tạp nhưng không được logic xét về khía cạnh kinh tế học. Hơn nữa IRR cùng một lúc có thể cho hai đáp án cho cùng một dự án. Điều này thường xảy ra khi công thức tính cho kết quả là phương trình bậc hai.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

Cả hai phương pháp NPV và IRR đều sử dụng chiết khấu dòng tiền, mặc dù NPV trên lý thuyết được ưu tiên hơn.

IRR chỉ ra được lãi suất đầu tư tiềm năng của dự án bằng các chỉ số phần trăm. Cho lý do đó, IRR có thể hữu dụng cho việc truyền đạt các phân tích tiêu chí đầu tư từ nhà phân tích tới các nhà đầu tư, nhân viên nói chung với kiến thức tài chính giới hạn., thứ hai nó hữu dụng cho việc giúp đưa ra quyết định khi tỷ lệ chiết khấu là không chắc chắn. Tuy nhiên nó có khả năng đưa ra các kết quả nhầm lẫn trong các trường hợp nhất định.

Tính toán IRR cần sự nhận định chính xác về tỷ lệ chiết khấu ở đó NPV bằng 0. So sánh IRR với các tỷ lệ mục tiêu của dự án có thể hữu dụng trong việc quyết định thực hiện dự án hay không, nhưng nó không đề cập đến sự gia tăng giá trị tiền mặt của công ty qua việc thực hiện dự án này.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

Hơn nữa, phương pháp NPV có thể sử dụng các tỷ lệ chiết khấu khác nhau cho thời điểm khác nhau, và cho các rủi ro hệ thống khác nhau của dòng tiền. Nó cho phép phản ánh thực tế trong điều kiện kinh tế vĩ mô thay đổi (lãi suất, lạm phát).

Trong một vài trường hợp, ví dụ như những dự án chia làm nhiều giai đoạn khi dòng tiền thuần âm theo sau các dòng tiền thuần dương, và do vậy có nhiều hơn một đáp án IRR cho NPV bằng 0. Do đó sử dụng yếu tố $NPV > 0$ như là điều kiện để đưa ra quyết định đầu tư sẽ chính xác hơn là sử dụng yếu tố $IRR > \text{chi phí vốn}$.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

■ Những vấn đề với IRR

- IRR- tỷ lệ hoàn vốn nội bộ, rất hữu dụng trong nhiều trường hợp nhưng không phải mọi trường hợp. Bình thường trong một dự án, bạn sẽ có dòng tiền âm trong ngày đầu tiên (nguồn vốn đầu tư ban đầu) nối tiếp theo sẽ là một seri dòng tiền dương. Điểm cuối cùng của quá trình này là thoái đầu tư. Trong trường hợp này IRR thực hiện công việc hoàn hảo.
- Vấn đề sẽ nảy sinh khi bạn dùng IRR để lựa chọn giữa các dự án. Nhất là khi trong thời gian đầu tư dự án có xuất hiện những dòng tiền âm. Ví dụ như: lãi suất ngân hàng có thể đột ngột tăng, hay sẽ có những sửa chữa lớn với bất động sản, hay bạn có thể giả định “nếu như” ta mất một khách thuê quan trọng và phải nhanh chóng tìm kiếm sự thay thế. Những lý do này có thể làm cho dòng tiền của dự án trong tương lai xuất hiện số âm.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

- Đó là do cá thuật toán đằng sau IRR. Thông thường nếu bạn có nhiều hơn một sự thay đổi trong dòng tiền (và bạn phải bao gồm vốn đầu tư ban đầu vào dòng tiền) khi đó bạn sẽ không có kết quả xác định. Việc có nhiều hơn hai kết quả không giúp đỡ được nhiều cho việc đưa ra quyết định cuối cùng.
- Xem xét ví dụ tiêu biểu từ cuốn Mastering Investment Real Estate- Kiểm soát đầu tư bất động sản (Messner, Schreiber, Lyon và Ward):

Năm 0 Vốn đầu tư ban đầu: (25,000)

Năm 1 Dòng tiền: 150,000

Năm 2 Dòng tiền : (275,000)

Năm 3 Dòng tiền : 150,000

Trong ví dụ này dòng tiền biến thiên ba lần, do vậy sẽ có ít nhất ba tỷ lệ hoàn vốn nội bộ IRR ví dụ như các tỷ lệ bạn có thể dùng để chiết khấu dòng tiền sao cho NPV bằng 0. Thực tế có ba tỷ lệ: 0%, 100% và 200%, và tất cả các tỷ lệ này đều đúng về mặt toán học.

IRR- Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ và NPV- Hiện Giá Thuần

- IRR có ít giá trị hơn khi nó đưa ra một loạt đáp án cho cùng một vấn đề và mặc cho nhà phân tích lựa chọn giữa những đáp án.
- IRR thực tế là bị vô hiệu hoá với các dòng tiền âm, và với dòng tiền dương nó cũng không thực sự nổi trội. Một cách thuận tiện IRR giả thiết rằng dòng tiền dương có thể tái đầu tư tới cuối chu kỳ đầu tư với tỷ lệ bằng với tỷ lệ IRR. Cũng có một số người cho rằng giả thuyết của IRR không bao gồm tỷ lệ tái đầu tư của dòng tiền dương.
- Cho mục đích của chúng ta, sự khác biệt có lẽ mang tính học thuật bởi vì trong cả hai trường hợp IRR không giải thích được dòng tiền dương được xử lý như thế nào trong thực tế. Bạn sẽ tái đầu tư dòng tiền này ở tỷ lệ (lãi suất) thích hợp mà bạn có thể có xét tới giá trị và độ lớn của dòng tiền. Nếu dòng tiền này lớn, bạn có thể tái đầu tư vào bất động sản khác. Nếu nó nhỏ, thì việc lưu lại là việc duy nhất bạn có thể làm.

FMRR -Tỷ Lệ Hoàn Vốn Quản Lý Tài Chính

■ FMRR – Tỷ lệ hoàn vốn quản lý tài chính

- Bạn có thể dùng tỷ lệ hoàn vốn nội bộ đã thay đổi để xử lý những vấn đề về nhiều kết quả và sự tái đầu tư của dòng tiền dương. Quay lại những năm 1970, kỹ thuật này được gọi là Financial Management Rate of Return (FMRR) hay Tỷ lệ hoàn vốn quản lý tài chính.
- Kỹ thuật này loại bỏ các giá trị âm bằng cách đầu tiên chiết khấu chúng trở về giá trị dương gần nhất với tỷ lệ an toàn, rồi thêm nó vào dòng tiền dương.
- Nếu vẫn còn các giá trị âm sẽ được chiết khấu tiếp về ngày đầu tiên và cộng vào vốn đầu tư ban đầu.
- Quá trình tiếp theo sẽ là sự tập hợp các giá trị dương của dòng tiền từ đầu cho tới cuối kỳ đầu tư với tỷ lệ thích hợp. Nó phụ thuộc nhiều vào nhà phân tích đưa ra tỷ lệ đầu tư an toàn và tỷ lệ tái đầu tư.

FMRR -Tỷ Lệ Hoàn Vốn Quản Lý Tài Chính

- Quá trình này có thể đưa tới cho bạn một seri dòng tiền trong đó bạn có thể dễ dàng tính IRR, (seri này bao gồm vốn đầu tư ban đầu, các giá trị âm, dương và có thể bằng 0 của dòng tiền).
- Ví dụ, bạn tìm sẽ thấy những số liệu sau trong bảng tính dòng tiền:

Năm thứ 3 Dòng Tiền :30,000

Năm thứ 4 Dòng Tiền :(20,000)

Nếu tỷ lệ an toàn là 4%, bạn sẽ chiết khấu (20,000) của năm thứ 4 trở về một năm. Kết quả sẽ là (19,231). Bây giờ ở năm thứ 3 bạn có thể kết hợp dòng tiền dương 30,000 với dòng tiền âm (19,231) và trong cùng thời gian loại bỏ dòng tiền âm ở năm thứ 4.

Năm thứ 3 Dòng Tiền :10,769

Năm thứ 4 Dòng Tiền :0

Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ Thay Đổi

- Vào giữa những năm '80, đã chứng kiến một số nhà đầu tư, môi giới chứng khoán sử dụng những sự thay đổi của mô hình này, sự thay đổi IRR được gọi là MIRR- tỷ lệ hoàn vốn nội bộ thay đổi.
- Chúng ta chỉ có thể dự đoán nguyên nhân của sự thay đổi này là do Microsoft xuất bản trình Excel với công thức MIRR có sẵn.
- MIRR có độ chính xác thấp hơn so với FMRR, nhưng chúng ta thấy rằng nó yêu cầu ít các phép tính phức tạp mà cần sự hỗ trợ của máy tính.
- Sự khác biệt với MIRR đó là MIRR chiết khấu tất cả các dòng tiền âm về hiện tại thay vì tìm và kết hợp các giá trị âm riêng biệt với giá trị dương bù lại.
- Sự khác nhau giữa MIRR và FMRR là không quá quan trọng.

Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ Thay Đổi

Xem xét các dòng tiền sau, trích từ ví dụ của Messner:

- Năm 0 Vốn đầu tư ban đầu:(10,000)
- Năm 1 Dòng Tiền:(50,000)
- Năm 2 Dòng Tiền :(50,000)
- Năm 3 Dòng Tiền :30,000
- Năm 4 Dòng Tiền :(20,000)
- Năm 5 Dòng Tiền :30,000
- Năm 6 Dòng Tiền :250,000

Nếu bạn dùng tỷ lệ an toàn ở 5% để chiết khấu dòng tiền âm, tỷ lệ lãi suất tái đầu tư ở 10% cho dòng tiền dương, và thực hiện công việc dài dòng tìm ra FMRR, bạn sẽ thấy FMRR bằng 19.4%. Sử dụng Excel công thức MIRR với cùng sự lựa chọn tỷ lệ an toàn/tỷ lệ lãi suất tái đầu tư và kết quả là 18.0%.

Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ Thay Đổi

- Ghi nhớ rằng, mặc dù bạn dùng công thức Excel, IRR trong tính toán dòng tiền, sử dụng “giá trị đoán” ở 20% để làm hẹp lại phạm vi câu trả lời, bạn có thể có đáp án là IRR bằng 25.2% cho cùng một dòng tiền. Rõ ràng là, sự khác biệt trong ví dụ này giữa IRR và MIRR rất có ý nghĩa. MIRR đưa ra những kết quả một cách thận trọng và thực tế nhất.
- Mặc dù MIRR đã khắc phục được một số nhược điểm quan trọng của IRR, tuy nhiên vẫn còn một số vấn đề khi so sánh giữa các dự án đầu tư khác nhau. Vấn đề là sự tính toán cho thời gian và khối lượng của dự án. Sử dụng MIRR để so sánh các cơ hội cần cùng nguồn vốn đầu tư ban đầu và cùng thời gian đầu tư là hợp lý. Nhưng nếu có sự khác biệt trong nguồn vốn đầu tư ban đầu và thời gian đầu tư?

Tỷ Lệ Hoàn Vốn Nội Bộ Thay Đổi

- Giả định bạn muốn quyết định đầu tư vào một trong hai bất động sản cần nguồn vốn ban đầu lần lượt là \$100 000 và \$60 000. Rõ ràng là bạn phải có \$100,000 trong tay nếu như bạn muốn xem xét hai dự án này. Để cân nhắc, so sánh “táo với táo” bạn nên đầu tư \$100 000 bất kể bất động sản nào bạn chọn. Khi xem xét bất động sản cần \$60 000 vốn, phân tích của bạn nên liên hệ tới lợi nhuận đạt được từ bất động sản cộng với lợi nhuận kỳ vọng từ \$40 000 tiền mặt đầu tư nơi khác.
- Cũng như vậy, nếu dự án bạn nắm giữ trong 4 năm nhưng dự án khác là 5 năm, bạn nên nhìn vào con số sau 4 năm đầu tư bất động sản này cộng thêm lợi nhuận có khả năng đạt được với con số này thêm một năm nữa nếu đầu tư vào nơi khác..

- Chúng ta vừa thảo luận một số phương pháp thẩm định giá trị của bất động sản tạo ra thu nhập.
- Trách nhiệm của thẩm định viên là tìm ra phương pháp phù hợp nhất.
- Một số chỉ số bất động sản cũng đã được thảo luận, tuy nhiên nó phụ thuộc vào mỗi cá nhân hiểu kiểm chứng và áp dụng sát với thị trường, có như vậy phương pháp định giá áp dụng có thể đứng vững trước những thách thức.

■ Chúng ta vừa thảo luận về:

- Tỷ lệ vốn hóa
- Lãi suất chiết khấu
- Phân tích tỷ lệ vốn vay – vốn chủ sở hữu
- Hurdle Rate
- Dòng tiền chiết khấu
- CAPM - Những mô hình định giá tài sản vốn
- Tỷ lệ hoàn vốn nội bộ. MIRR - tỷ lệ hoàn vốn nội bộ thay đổi, và FMRR - tỷ lệ hoàn vốn quản lý tài chính.

- Lý do cho buổi hội thảo này là: những chỉ số bất động sản như Capitalisation rate- tỷ lệ vốn hoá bất động sản; Hurdle rate or Discount rate- tỷ lệ chiết khấu có thể được xác định bằng nhiều phương pháp khi thị trường thiếu những giao dịch thích hợp..
- Buổi hội thảo đã nêu ra sự phát triển của tỷ lệ chiết khấu hay tỷ lệ vốn hoá bất động sản. Ngoài ra buổi thảo luận này còn nêu ra những khác biệt căn bản giữa bất động sản tạo ra thu nhập và doanh nghiệp sẵn có. Hơn nữa các phân tích về sự tác động khác nhau của những chỉ số này cũng được cập nhật. Cuối cùng buổi thảo luận đã tóm tắt được một vài mô hình nhằm xác định được các chỉ số này

- Tôi thấy rằng những phương pháp trên là những phương pháp chính xác và phổ biến nhất trên thế giới. Tôi khuyến khích đồng nghiệp nên làm quen với những chỉ số này nhằm mục đích thực hiện những dịch vụ định giá một cách chuyên nghiệp nhất. Nhu cầu cho tương lai của thẩm định giá trên thế giới là rất lớn, Việt Nam cũng không ngoại lệ..

- Cá nhân tôi, Công thức Ellwood và Mortgage Equity Analysis – Phân tích thể chấp vốn chủ sở hữu là những phương pháp tối ưu vì trên thế giới phần lớn các bất động sản thương mại đều được mua bán liên quan tới tài chính. Các yếu tố trong công thức trên đều thoả mãn người mua, vay, nhà đầu tư...
- Do vậy chúng tôi tin rằng tỷ lệ chiết khấu nằm trong khoảng 23.5%, Escalation Rate-Tỷ lệ tăng giá, lạm phát sẽ trong khoảng 10%, và Cap Rates- tỷ lệ vốn hoá bất động sản sẽ nằm trong khoảng 13.5 tới 15%.
- Một lần nữa chúng tôi muốn nhấn mạnh rằng, các chỉ số trên có thể biến đổi theo thời gian, nhưng với sự theo dõi cẩn thận, các chỉ số trên sẽ được cân bằng sao cho chính xác nhất, và đặc biệt là đem lại được sự ổn định cho công việc thẩm định giá bất động sản, tránh những biến động thái quá.

- Tôi tin rằng buổi hội thảo này ngoài việc giải thích một cách đầy đủ các chỉ số trên, hơn nữa sẽ mang lại nhiều lợi ích cho quý vị.
- Điều quan trọng nhất là:

Tỷ lệ chiết khấu hay Hurdle rate - tỷ lệ lợi nhuận mong muốn thấp nhất là sự kết hợp của tỷ lệ vốn hoá bất động sản cộng với tỷ lệ tăng giá.

Xin chân thành cảm ơn !!!

Xin quý vị tự nhiên đưa ra câu hỏi, chúng tôi sẽ cố gắng trả lời quý vị sớm nhất có thể.